

强烈推荐-A (维持)

碧水源 300070.SZ

目标估值: 13.2 元

当前股价: 10.13 元

2018 年 11 月 14 日

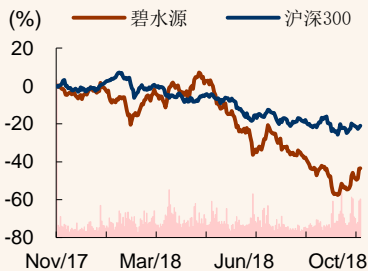
流动资金融资改善, 回归本源关注水处理提标

基础数据

上证综指	2655
总股本 (万股)	315051
已上市流通股 (万股)	201550
总市值 (亿元)	316
流通市值 (亿元)	202
每股净资产 (MRQ)	5.9
ROE (TTM)	12.7
资产负债率	58.5%
主要股东	文剑平
主要股东持股比例	22.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	-45	-43
相对表现	18	-28	-21



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《碧水源 (300070) — 毛利率提升, 现金流改善, 关注未来新水源革命进展》2018-10-26
- 2、《碧水源 (300070) — 半年报: 大量现金在手, 静待行业回暖》2018-08-08
- 3、《碧水源 (300070) — 2018 订单盈利迎来优化拐点, 业绩重回高增长》2018-04-22

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

近期, 我们对碧水源进行了调研。据调研了解, 目前企业流动资金贷款层面已有所改善, 预计 2019 年二季度整体市场将有明显好转。公司旗下各子公司及自身业务均发展正常, 不存在流动性危机。未来, 公司将严格选择优质 PPP 项目, 增加 EPC 业务比例, PPP 业务考虑与国企、央企合作开展。业务方面, 将回归本源重点关注水处理提标市场, 未来三类水带来的新水源革命将是碧水源实现新突破的法宝, 雄安新区已走出水资源化第一步, 示范效应形成后, 新业务拓展可期, 维持“强烈推荐-A”评级。

调研纪要:

一、企业流动资金层面贷款融资已开始改善, 项目贷款及基建贷款改善暂不明显, 预计 2019 年二季度市场环境、整体形势将有明显好转, 目前, 碧水源公司自身流动性不存在危机

(1) 行业融资环境改善情况

2018 年, 受不利融资环境影响, 民营企业流动性出现了紧张形势, 行业的总体形势是资金缺乏、资产跌价, 而未来的信心恢复很重要。

目前, 政策已开始向稳增长、保民企融资等方向转变, 从公司感受来看, 目前流动资金层面贷款融资及续贷已经有了明显改善, 但项目贷款层面、基建层面的大面积融资改善暂时没有。

公司预计, 到明年二季度, 整体市场形势应会有较明显的好转, 一是政策的过渡时间, 二是两会后各类的政策出台和落地, 从时间窗口来看, 公司最关注的减税等利好政策落地也预计应在明年二季度左右。

(2) 碧水源自身流动性情况

碧水源公司内部不会存在大的流动性问题。2018 年, 根据宏观形势变化, 公司预判 PPP 会有所收紧, 在承接项目订单及进行项目建设上已有严格收缩控制。

第一, 从项目结构来看, 碧水源约有 600 亿左右 PPP 项目, 其中 400 亿左右是水相关项目, 后续具有运营现金流保证, 200 亿是与生态相关的项目, 相对资金安全性更有保障。从 2018 年 3 月份起, 碧水源已开始制定白名单、黑名单和橙名单, 对项目进行梳理筛选, 严控风险;

第二, 从目前在手资金来看, 截至 2018 年三季度, 公司仍拥有在手货币资金约 50 亿, 通过 PPP 业务收缩及进度控制, 公司保持了大量现金在手, 所以公司自身流动性原则上不会存在问题。预计 2019 年, 公司现金流状况还将有明显好转。

二、未来经营策略：回归膜法水处理本源，关注提标改造市场，EPC 业务比例提高，PPP 业务与国企、央企合作开展。

(1) 存量 PPP 业务梳理筛选

目前，公司已展开存量 PPP 业务梳理工作，预计一年左右可调整完成。截至目前，公司共有存量 PPP 项目约 600 亿，对其中具有融资困难问题的项目，公司将与地方政府协商通过三种方式调整，其一为协商退出项目，其二为转 EPC 模式，其三为建设到已完成的部分中止，后续不再建设。从目前梳理来看，预计约有 100-200 亿 PPP 项目需要在 1-2 年内进行处置。

(2) 新增 PPP 业务严格把控三原则，不符合“三原则”PPP 项目绝不参与

未来，公司对 PPP 业务的开展将更加谨慎。新增 PPP 业务必须严格符合“三原则”条件：第一，必须做水和膜相关项目；第二，设备收益必须覆盖投资；第三，项目必须能融资，完全符合三个条件的 PPP 才会做。

(3) EPC 业务占比提升，PPP 业务规模收缩，考虑与国企、央企合作开展 PPP 业务

未来，公司 EPC 业务占比将提升，回到以前状态，PPP 业务规模预计将有所收缩，但不是完全不做。预计未来，EPC 业务占比将回到 60-70%，PPP 项目择优，占 30%左右，现金流会有明显改善。

(4) 业务方向：回归膜法水处理本源，各地提标四类水改造已陆续开展，雄安新区三类水先行。

从业务方向上来看，公司将回归膜法水处理本源，关注提标改造市场。

- **虽然国家标准未出台，但鼓励地方提标先行，各地已陆续开展四类水提标改造：**虽然国家污水处理提标方案未有明确政策出台，但目前总体方向是鼓励地方去做。浙江、广东、西安等地均已开始提标，后续长江流域和渤海湾区域也将在局部开始做，会逐步推进。全国范围内的水质提标利好碧水源公司业务发展，公司也将回归自身业务本源，不断提高技术水平。目前水质提标趋势已很很明显，很多省份会主动提标，如云南的 1 个 1 万吨的项目，云南有大理洱海、昆明滇池、云南抚仙湖这三个关键地方均申请提标，方案已经上报，均由省里拨专款做。碧水源公司手里有技术，未来还是会回到轻资产的路上去。
- **雄安新区三类水先行，碧水源在全国范围已有多个三类水项目通水运行：**目前，雄安新区地表三类水提标政策已出，未来也将有明显示范作用。截至目前，碧水源在全国范围内已有 3、4 个三类水项目，除最早的北京翠湖项目持续稳定运行外，最近洱海项目也已刚通水。

三、旗下各业务、子公司经营状况

- **水处理运营业务：**水运营业务继续保持增长势头，预计全年可实现运营收入约 10 亿元。
- **良业环境：**良业环境已成城市光环境业务龙头，较多会议灯光项目以 EPC 模式开展。今年整体形势较好，预计全年可实现约 5 亿元净利润水平。

- **中兴监测**：中兴监测受益于监测行业高景气度，2018 年成长较好。
- **德青源**：德青源目前处于亏损状态，但碧水源已派管理团队入驻，未来经营将发生较大转变，前景依然看好。

四、核心技术和升级空间

(1) 业务核心仍以膜技术为基础，推动污水处理提标改造，雄安新区地表三类水提标政策已出，迈出污水资源化第一步

2018 年，在宏观环境整体不利的情况下，公司主动收缩 PPP 业务，保留大笔现金在手。同时，公司膜法水处理核心业务优势仍然继续保持，核心业务也维持高盈利能力。

除反渗透膜外，碧水源的微滤膜、超滤膜、DF 膜均处于国际领先水平，将持续为解决我国“水脏、水少、水安全”的问题贡献力量。长期来看，环保标准的提高、监管加严为公司污水处理提标新建及改造、自来水净水等膜法水处理相关业务都将带来新空间。目前，雄安新区地表三类水提标政策已出，实现后将具备新的示范效应。

- 2018 年 4 月 14 日，《河北雄安新区规划纲要》提出将白洋淀水质逐步恢复到 III - IV 类。
- 2018 年 9 月 4 日，河北出台大清河、子牙河、黑龙港及运东流域等三项水污染排放地方标准，提出雄安新区全域污水排放标准将全面提标，由过去的一级 A 提高至 III 类水质标准。其中，大清河流域分为核心控制区、重点控制区、一般控制区，核心控制区就是雄安新区全域，包括雄县、容城、安新三县行政辖区（含白洋淀水域）等。
- 新标准下的大清河流域核心控制区水污染排放标准除总氮外，其他项已达 III 类水标准。

此次雄安新区全域污水处理排放标准全面提标至地表 III 类水质标准，是我国首次区域性整体提标至地表三类水，具有显著的标杆意义和示范效应。

表 1：雄安新区大清河、子牙河、黑龙港及运东流域等三项水污染排放地方标准和地表水标准比较

基本控制项目	地表水环境质量标准					大清河流域			子牙河、黑龙港及运东流域	
	I类	II类	III类	IV类	V类	核心控制区	重点控制区	一般控制区	重点控制区	一般控制区
化学需氧量 (COD)	15	15	20	30	40	20	30	40	40	50
生化需氧量 (BOD ₅)	3	3	4	6	10	4	6	10	10	10
氨氮 (以N计)	0.15	0.5	1	1.5	2	1.0 (1.5)	1.5 (2.5)	2.0 (3.5)	2.0 (3.5)	5 (8)
总氮 (以N计)	0.2	0.5	1	1.5	2	10	15	15	15	15
总磷 (以P计)	05年12月31日前建设	0.02 (湖库)	0.1 (湖库)	0.2 (湖库)	0.3 (湖库)	0.4 (湖库)	0.2	0.3	0.4	0.4
	06年1月1日起建设的	0.01	0.025	0.05	0.1	0.2				

注1：单位为毫克每升

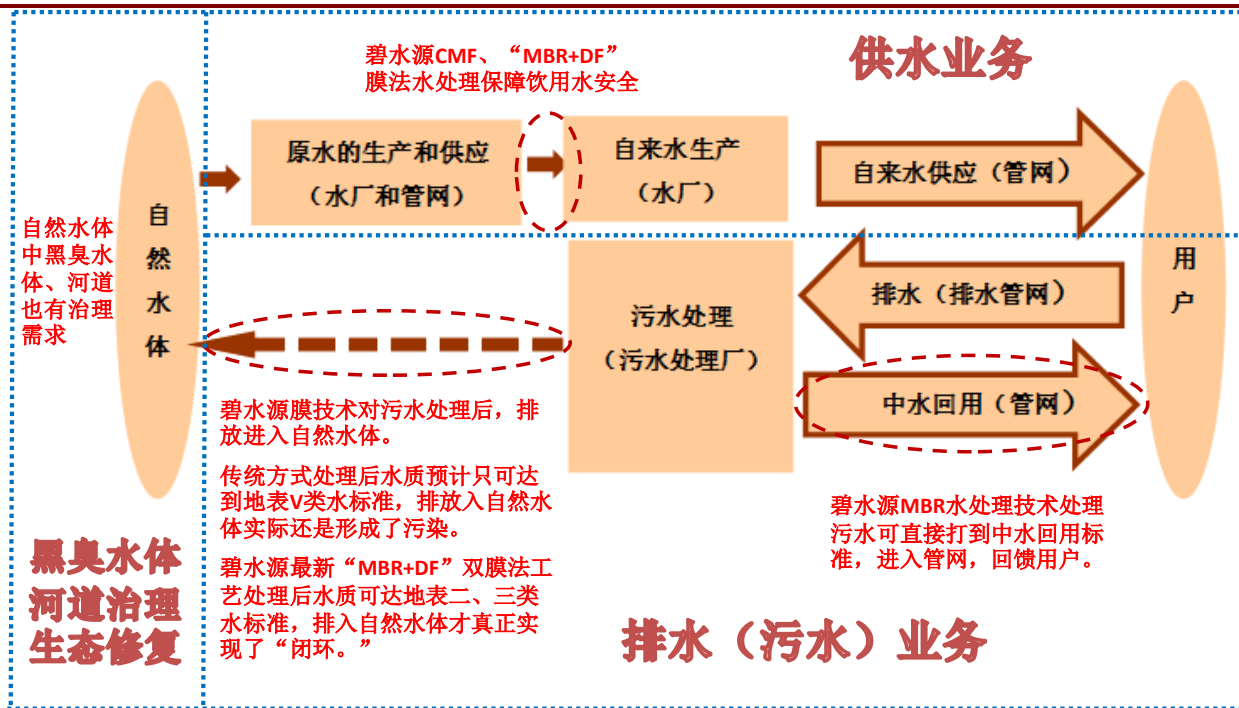
注2：氨氮排放限值括号外数值为水温>12℃时的控制指标，括号内数值为水温≤12℃时的控制指标。

资料来源：环保部，河北省政府，招商证券

(2) 碧水源已拥有将污水变为地表三类水以上水质的核心技术，并在多个项目上成功应用，实现稳定运行。

目前，碧水源公司最新研发的“MBR+DF”双膜法水处理技术路线已能直接将污水处理至地表二、三类水水质，排入自然水体，实现“污水->净水”的水质突破，进而真正实现水处理的闭环，且已有数个通水项目投产运营经验。

图1: 碧水源在水循环闭环中发挥的作用



数据来源：招商证券

2014年，历经多年磨砺，碧水源推出了世界首创的DF膜，并开发了双膜法(MBR+DF)新水工艺，2015-2018年间，陆续在北京翠湖新水厂、山西阳泉、山东青岛、江苏盐城、云南滇池等多省多地成功应用。

表2: 碧水源双膜法“开发新水源”主要项目情况

序号	项目名称	处理规模	获得项目时间	通水时间	出入水质等项目概况
1	北京翠湖新水源厂	2万吨/日	-	2014年	进水水质为生活污水，出水水质为地表II类水水质
2	山西省阳泉市平定县冶西工矿 区及周边饮用水水质改善工程	1万吨/日	2015年	-	
3	江苏省盐城市大丰区第二水厂	CMF4万吨/日 +DF2千吨/日	2015年	2017年	苏北地区供水领域的净水示范工程
4	青岛豆金河污水处理厂	1万吨/日	-	2015年	进水水质为生活污水，出水水质为地表II类水水质
5	云南洱海			2018年	

资料来源：公司网站，公司资料，招商证券

DF膜特点及基本概念介绍

超低压选择性纳滤(DF)膜是碧水源根据中国国情、针对中国水环境问题专门研发的、具有完全自主知识产权的创新性产品。DF膜采用先进的生产设备及制膜工艺，膜元件性能均一旦稳定；操作压力为0.3~0.5MPa，仅为市场上反渗透膜产品的1/3，节能降耗；吨水运行成本保持在1元左右，产水回收率可达80%以上，远高于反渗透。DF膜工艺采用现污水处理厂国家一级A排放标准的出水作为进水水源，处理后的出水可达到地表水III类标准

以上，完全可以作为集中式生活饮用水地表水源地保护区补充水源。

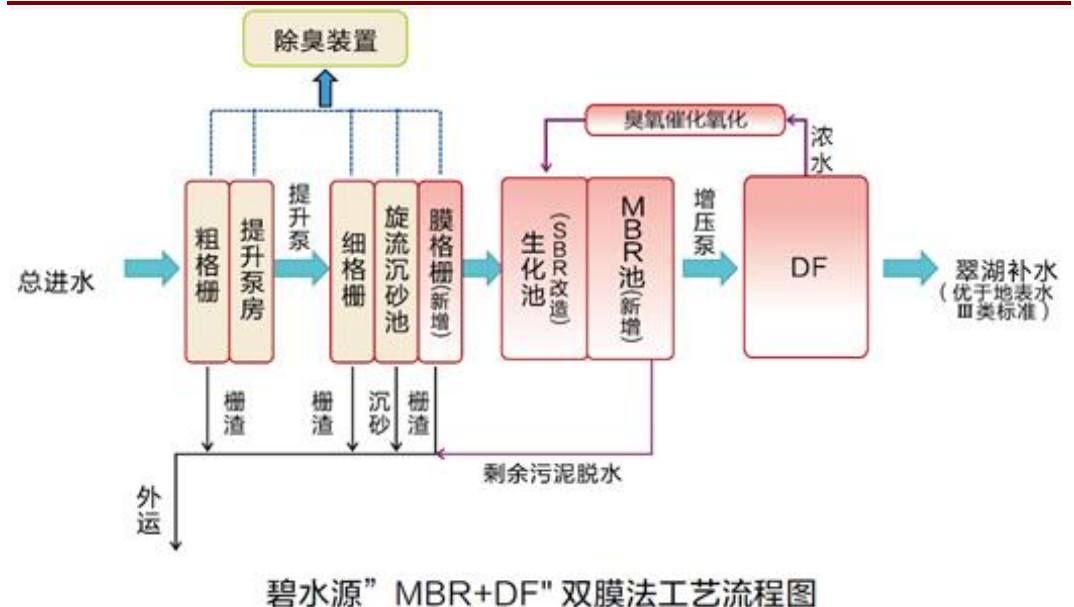
DF 膜可应用于内陆地区的污水深度处理回用、变污水为新水源，增加水资源；也可用于饮用水净化设备、去除有害重金属的同时保留有益矿物质，更进一步提高饮水安全标准。DF 膜是一项重大的技术革新，在行业内属于首创，为国家水战略安全和人民群众饮水安全提供了可靠保障，具有极其广阔的前景。DF 膜的主要特点如下：

- 性能均一：采用先进的生产设备及制膜工艺，元件性能均一且稳定。
- 操作压力低：与纳滤和反渗透膜相比，具有操作压力和运行成本低的特点。
- 产水量高：与纳滤和反渗透膜相比，在相同的操作压力下具有较高的产水量。
- 截留效果好：截留分子量 100~500 道尔顿，可有效截留有机污染物及重金属离子。
- 抗污染性能好：膜表面光滑、亲水性好且接近电中性，抗污染能力强。
- 适度脱盐：可保留水中人体所需的矿物质，实现健康饮水。
- 高 COD 脱除率：可使用国标一级 A 出水作为水源，大幅度降低 COD，产水水质达到地表 III 类以上。

“MBR+DF”双膜法水处理工艺特点：

具有出水水质优良，操作压力低、运行能耗小，出水 pH 不降低、可直接回用等显著优势。随着双膜法水处理工艺技术的创新发展，成本会进一步降低。

图2：碧水源“MBR+DF”双膜法工艺路线



数据来源：公司资料，招商证券

五、盈利预测及投资建议总结

总体来看，2018 年，在宏观环境整体不利的情况下，公司主动收缩 PPP 业务，保留大量现金在手，目前企业流动资金贷款层面已有所改善，预计 2019 年二季度整体市场将有明显好转。公司旗下各子公司及自身业务均发展正常，不存在流动性危机。

未来，公司将严格选择优质 PPP 项目，增加 EPC 业务比例，PPP 业务考虑与国企、央企合作开展，继续以轻资产模式驱动成长。

业务方面，将回归本源重点关注水处理提标市场，未来三类水带来的新水源革命将是碧水源实现新突破的法宝，雄安新区已走出水资源化第一步，示范效应形成后，新业务拓展可期，MBR 污水处理业务助力公司实现了曾经 500 亿市值，未来碧水源双膜法带来的污水变净水、开发新水源的水循环革命将助力公司在当前市值基础上实现再一次突破生长。我们维持对公司“强烈推荐-A”的评级，预计 2018-2019 年归属净利润分别为 26 亿、36 亿，按 2018 年 16 倍 PE 估值，给予目标市值 416 亿元，对应目标价 13.2 元。

风险提示：竞争加剧、业务延伸导致毛利率下降风险；项目进度不达预期；PPP 政策变化的风险；利率持续上升带来的财务费用率大幅提升的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
流动资产	8761	15412	15160	11420	14019
现金	5300	9056	6132	1050	1479
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	19	30	52	59	72
应收款项	2565	4232	4580	5421	6614
其它应收款	255	570	1062	1200	1464
存货	346	431	1285	1399	1633
其他	276	1094	2050	2292	2756
非流动资产	9628	16395	30476	42144	53137
长期股权投资	1891	2338	5010	8010	11010
固定资产	400	401	519	627	723
无形资产	4323	9933	20756	28680	35812
其他	3014	3723	4191	4826	5591
资产总计	18389	31806	45637	53564	67155
流动负债	3270	13739	17090	21582	30647
短期借款	211	2479	3925	7841	14876
应付账款	2028	4946	8302	8571	10009
预收账款	199	335	447	489	571
其他	831	5979	4416	4681	5190
长期负债	1009	1733	8666	9666	10666
长期借款	18	1467	3678	4678	5678
其他	992	266	4988	4988	4988
负债合计	4279	15472	25756	31248	41313
股本	1229	3127	3139	3139	3139
资本公积金	8260	6587	6792	6792	6792
留存收益	4085	5807	8141	10495	13917
少数股东权益	535	813	1808	1890	1994
归属于母公司所有者权益	13574	15521	18073	20426	23849
负债及权益合计	18389	31806	45637	53564	67155
现金流量表					
单位：百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动现金流	1359	752	2514	4377	6939
净利润	1362	1846	2490	2636	3607
折旧摊销	63	90	216	2145	2949
财务费用	90	93	428	625	781
投资收益	(217)	(264)	(450)	(348)	(366)
营运资金变动	10	(986)	(206)	(770)	(145)
其它	52	(27)	36	89	114
投资活动现金流	(3756)	(4838)	(11066)	(13468)	(13579)
资本支出	(3258)	(3719)	(10019)	(10174)	(10174)
其他投资	(498)	(1119)	(1047)	(3294)	(3405)
筹资活动现金流	5321	6335	7123	4008	7069
借款变动	(771)	7049	2710	4916	8035
普通股增加	153	1897	12	0	0
资本公积增加	6126	(1674)	205	0	0
股利分配	(140)	(123)	(175)	(283)	(185)
其他	(47)	(815)	4371	(625)	(781)
现金净增加额	2924	2249	(1430)	(5082)	430

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	5214	8892	13767	15557	18980
营业成本	3066	6101	9780	10714	12511
营业税金及附加	82	51	53	60	73
营业费用	127	147	231	261	319
管理费用	287	409	546	617	721
财务费用	47	84	363	625	781
资产减值损失	135	151	143	318	389
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	217	264	450	348	366
营业利润	1687	2213	3101	3311	4551
营业外收入	10	27	20	20	20
营业外支出	2	5	10	10	10
利润总额	1695	2235	3111	3320	4561
所得税	238	385	539	602	850
净利润	1457	1850	2572	2718	3711
少数股东损益	96	4	82	82	104
归属于母公司净利润	1362	1846	2490	2636	3607
EPS (元)	1.11	0.75	0.79	0.84	1.15
主要财务比率					
	2015	2016	2017	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	51%	71%	55%	13%	22%
营业利润	45%	31%	40%	7%	37%
净利润	45%	36%	35%	6%	37%
获利能力					
毛利率	41.2%	31.4%	29.0%	31.1%	34.1%
净利率	26.1%	20.8%	18.1%	16.9%	19.0%
ROE	10.0%	15.1%	13.8%	12.9%	15.1%
ROIC	10.2%	8.7%	10.1%	9.0%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	23.3%	48.6%	56.4%	58.3%	61.5%
净负债比率	1.2%	15.3%	16.7%	23.4%	30.6%
流动比率	2.7	1.1	0.9	0.5	0.5
速动比率	2.6	1.1	0.8	0.5	0.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	9.9	15.7	11.4	8.0	8.3
应收帐款周转率	2.5	2.6	3.1	3.1	3.2
应付帐款周转率	1.7	1.7	1.5	1.3	1.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.11	0.75	0.79	0.84	1.15
每股经营现金	1.11	0.24	0.80	1.39	2.21
每股净资产	11.04	4.96	5.76	6.51	7.60
每股股利	0.10	0.06	0.09	0.06	0.08
估值比率					
PE	9.1	13.4	12.6	11.9	8.7
PB	0.9	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	28.9	21.8	14.5	8.4	6.2

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。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

丛逸：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。

《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

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翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。