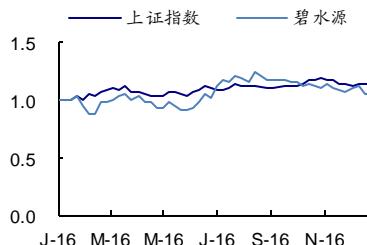


证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,123/2,009
总市值/流通(百万元)	47,819/30,754
上证综指/深圳成指	3,143/9,942
12个月最高/最低(元)	20.60/13.52

相关研究报告：

- 《碧水源-300070-重大事件快评：控股股东大手笔增持显信心，PPP 龙头高增长》——2016-12-13
- 《碧水源-300070-2016 年三季报点评：三季报超预期，PPP 订单拓展加速》——2016-10-27
- 《碧水源-300070-重大事件快评：终止收购中矿环保对基本面无影响，受益 PPP 行情复牌有望补涨》——2016-10-16
- 《碧水源-300070-重大事件快评：拟收购中矿环保质地优秀，固废处理又落一子》——2016-09-21
- 《碧水源-300070-2016 年中报点评：中报业绩高增长，PPP 订单落实加速》——2016-07-27

证券分析师：陈青青

电话：0755-22940855
 E-MAIL：chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513050004

证券分析师：姚键

E-MAIL：yaojian1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080006

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

碧水源(300070)

买入

2016 年年报预告点评

(维持评级)

2017 年 02 月 28 日

财报点评

PPP 推进顺利，低估值的优质龙头

● 16 年业绩快报显示业绩增速居于预报区间中游

公司公告 16 年业绩快报，实现营收 99.8 亿元，同比增长 91.35%，实现归属净利润 18.72 亿元，同比增长 37.45%，居于业绩预告 20-50% 区间中游。

● 生态工程建设业务增长导致净利率下降

公司业绩增长主要来自于水处理订单的推进以及 PPP 流域治理订单的落地。公司营收增速显著高于利润增速，主要原因是较低毛利率的工程建设业务增长较快。公司子公司久安建设 2016 年业绩显著增长，但毛利率较公司膜产品应用要低。2016 年公司整体销售净利率约为 22.87%，较 2015 年的 27.95% 有显著降低。我们认为这是公司大规模推进 PPP 建设的必然结果，预计未来利润率趋于稳定。公司核心业务膜工程的利润率基本保持不变。

● PPP 订单签订呈现加速态势

2016 年预计公司新签订单 200 亿以上（15 年约 130 亿），增长迅速。签订包括昆仑环保 PPP 项目（28.5 亿）、安徽阜南水务 PPP 项目（20.6 亿）、河南宝丰县城区湿地综合治理 PPP 项目（30 亿）、北京城市副中心水环境治理 PPP 项目（16 亿）等大型 PPP 项目在内的 100 多个 PPP 项目。PPP 项目覆盖全国从南到北 80 多个城市地区。进入 2017 年以来，公司订单签订加速，春节前已签订 28 亿元的订单。展望今年，公司龙头态势明显，项目推进和落地均呈加速趋势，业绩增长有保证。

● 多领域战略布局，计划进军工业节能水处理领域

公司多领域布局，将会考虑在水利、水务、环保、园林等领域，通过兼并收购，积极布局，拓展产业链，扩大业务广度，做大环保综合性平台。同时，公司看中工业领域节能改造是十三五的大方向，计划凭借膜技术优势进军工业水处理领域，同时通过引进技术布局工业节能，打开新的市场空间。

● 盈利预测与评级

我们预计公司 17-18 年净利润预测分别为 25.0/34.1 亿元，EPS 为 0.8/1.09，对应动态 PE 为 20/15。PPP 正处在加速推进阶段，公司作为水处理行业的优质龙头白马，优势明显，看好公司订单和业绩持续维持较高的增长态势，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	301	1,215	7,248	9,857	13,307
(+/-%)	8.7%	303.0%	39.0%	36.0%	35.0%
净利润(百万元)	30	181	1883	2499	3413
(+/-%)	-123.0%	497.2%	38.3%	32.7%	36.6%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.45	0.60	0.80	1.09
EBIT Margin	6.3%	19.2%	30.3%	29.5%	29.9%
净资产收益率(ROE)	2.1%	10.4%	11.6%	13.6%	16.1%
市盈率(PE)	436	106	25.4	19.1	14.0
EV/EBITDA	434.2	83.0	22.1	17.6	13.6
市净率(PB)	9.14	10.97	2.93	2.60	2.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	5300	8772	10837	13728	营业收入	5214	7248	9857	13307
应收款项	2839	3605	5096	6915	营业成本	3066	4247	5914	7984
存货净额	346	485	708	925	营业税金及附加	82	142	171	233
其他流动资产	276	339	521	677	销售费用	127	130	198	277
流动资产合计	8761	13201	17162	22245	管理费用	287	536	666	838
固定资产	430	458	487	510	财务费用	47	(124)	(184)	(250)
无形资产及其他	4323	4150	3977	3804	投资收益	217	2	2	2
投资性房地产	2984	2984	2984	2984	资产减值及公允价值变动	(135)	0	0	0
长期股权投资	1891	1941	1991	2041	其他收入	0	0	0	0
资产总计	18389	22735	26602	31585	营业利润	1687	2319	3094	4226
短期借款及交易性金融负债	211	640	604	485	营业外净收支	8	3	3	3
应付款项	2035	2641	3950	5212	利润总额	1695	2322	3097	4229
其他流动负债	1024	1516	1892	2692	所得税费用	238	307	423	577
流动负债合计	3270	4797	6446	8389	少数股东损益	96	131	175	239
长期借款及应付债券	934	934	934	934	归属于母公司净利润	1362	1883	2499	3413
其他长期负债	75	75	75	75					
长期负债合计	1009	1009	1009	1009					
负债合计	4279	5806	7455	9399					
少数股东权益	535	640	780	971					
股东权益	13574	16288	18367	21215					
负债和股东权益总计	18389	22735	26602	31585					
关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	1.11	0.60	0.80	1.09	净利润	1362	1883	2499	3413
每股红利	0.19	0.09	0.13	0.18	资产减值准备	51	14	6	7
每股净资产	11.04	5.22	5.88	6.80	折旧摊销	62	230	237	243
ROIC	14%	17%	24%	31%	公允价值变动损失	135	0	0	0
ROE	10%	12%	14%	16%	财务费用	47	(124)	(184)	(250)
毛利率	41%	41%	40%	40%	营运资本变动	(426)	144	(204)	(122)
EBIT Margin	32%	30%	30%	30%	其它	28	90	133	184
EBITDA Margin	33%	33%	32%	32%	经营活动现金流	1212	2362	2672	3725
收入增长	51%	39%	36%	35%	资本开支	5	(100)	(100)	(100)
净利润增长率	45%	38%	33%	37%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	26%	28%	31%	33%	投资活动现金流	(451)	(150)	(150)	(150)
息率	1.3%	1.5%	2.2%	3.0%	权益性融资	6343	1122	0	0
P/E	13.8	25.4	19.1	14.0	负债净变化	(32)	0	0	0
P/B	1.4	2.9	2.6	2.3	支付股利、利息	(237)	(291)	(421)	(565)
EV/EBITDA	13.5	22.1	17.6	13.6	其它融资现金流	(3661)	429	(37)	(119)
					融资活动现金流	2144	1260	(457)	(684)
					现金净变动	2905	3472	2065	2891
					货币资金的期初余额	2394	5300	8772	10837
					货币资金的期末余额	5300	8772	10837	13728
					企业自由现金流	1062	2177	2444	3453
					权益自由现金流	(2632)	2713	2566	3550

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区(机构销售一部)	华东区(机构销售二部)	华南区(机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王 玮 13726685252	吴 国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁 佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许 婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪 婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏 雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林 若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简 洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周 鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		