

碧水源 (300070.SZ) 环保设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币)：17.84元

长期竞争力评级：高于行业均值

PPP落地加速增厚业绩，技术和经验有望助力雄安水城共融

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,008.73
总市值(百万元)	55,721.49
年内股价最高最低(元)	42.02/14.24
沪深300指数	3503.89



相关报告

- 《偶发因素拖累业绩增速，龙头应享受估值溢价-碧水源公司点评》，2017.1.25
- 《投建银行获批，融资渠道拓宽-碧水源公司点评》，2016.12.22
- 《收购固废优质标的，助力PPP项目扩张-公司点评：碧水源事件点...》，2016.9.20
- 《膜技术领先，充裕订单支撑业绩确定性增长-碧水源公司深度研究》，2016.8.20

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.874	1.108	0.589	0.778	1.009
每股净资产(元)	5.64	11.04	12.35	14.22	16.69
每股经营性现金流(元)	0.73	1.11	1.45	2.14	2.61
市盈率(倍)	39.84	46.74	30.28	22.92	17.67
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	12.01%	44.74%	35.13%	32.10%	29.72%
净资产收益率(%)	15.48%	10.03%	12.12%	13.90%	15.37%
总股本(百万股)	1,076.94	1,229.46	3,123.40	3,123.40	3,123.40

来源：公司公告、国金证券研究所

事件

- 4月5日，公司发布2017年一季度业绩预告。预计公司2017年Q1归母净利润为2.2亿-2.3亿，同比增长530%-560%。

分析

- 1月份拿单数量创新高，拿单的实力强劲。**2017年1月份，截止到春节前公司共接订单约28亿，是公司历史以来的1月份的拿单最高纪录。公司连续中标内蒙古兴安、河北秦皇岛、广东阳春等多个PPP项目，新订单叠加16年的留下的180亿在手待完成订单的逐步落地和施工，致使一季度业绩略超预期。另外，公司于3月13日，将其持有的全部7,967万股盈德气体股份以每股港币6元出售，总成交金额为港币47,804.84万元，获得较大投资收益，增厚一季度业绩。考虑到公司膜技术壁垒高，盈利能力强，以1-2年的建设周期来看，未来业绩30%复合增长可期。
- 白洋淀水质属重度污染，在新区规划下水污染治理以及水资源高效利用需求提升。**雄安新区地处华北地区最大的淡水湖泊白洋淀，水资源丰富。新区规划中，白洋淀处核心位置，因此白洋淀有望成为新区核心的水系。但白洋淀大面积死鱼事件显示水体污染情况严重，并据2016年6月河北环保厅认定，白洋淀水质属重度污染，为劣V类。3月的两会上就提出要提高白洋淀水质，并在十三五规划中提出要求，到2020年其水域水质需稳定达到地表水III类标准。整体上，在新区规划下水污染治理以及水资源高效利用需求提升。
- 公司是MBR龙头，助力恢复白洋淀水生态系统和饮用水源地，有望为区域的可持续性发展提供全面技术支撑。**1)公司作为MBR龙头，拥有核心MBR膜技术，MBR+DF双膜工艺(自主创新)，350余项专利技术。世界各地超过10万吨/天的42个MBR项目中，碧水源占24个，居全球第一。2)优先布局河北，早在2015年11月，公司就与保定市政府签署战略合作协议，公司将投资80亿元用于保定市环境治理工作。3)公司先后承接了巢湖、潮白河、滇池、太湖等多项流域治理项目，积累了再生水厂、水资源利用、水污染防治与生态修复等项目建设的丰富经验，因此，未来公司有望积极参与雄安新区的生态环境建设，助力恢复白洋淀水生态系统和饮用水源地。

投资建议

- 预计 2016-18 年公司可实现归母净利润 18.4、24.3、31.2 亿元，对应 EPS 为 0.59、0.78、1.01 元/股，PE 为 30X、23X、18X，公司作为水治理龙头平台型企业，技术和项目经验丰富拿单能力强，给予 2017 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行；PPP 业务风险；应收账款风险；项目推进不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,133	3,449	5,214	7,730	10,246	12,793
增长率		10.1%	51.2%	48.3%	32.5%	24.9%
主营业务成本	-1,968	-2,099	-3,066	-4,557	-6,081	-7,557
%销售收入	62.8%	60.9%	58.8%	58.9%	59.4%	59.1%
毛利	1,166	1,350	2,149	3,174	4,165	5,236
%销售收入	37.2%	39.1%	41.2%	41.1%	40.6%	40.9%
营业税金及附加	-82	-58	-82	-116	-154	-192
%销售收入	2.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-37	-61	-127	-209	-277	-345
%销售收入	1.2%	1.8%	2.4%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-152	-201	-287	-464	-615	-768
%销售收入	4.9%	5.8%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	895	1,029	1,652	2,385	3,120	3,932
%销售收入	28.6%	29.8%	31.7%	30.9%	30.4%	30.7%
财务费用	-51	-101	-47	-22	-57	-43
%销售收入	1.6%	2.9%	0.9%	0.3%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-51	-84	-135	-181	-167	-143
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	255	318	217	80	60	60
%税前利润	23.9%	27.1%	12.8%	3.5%	2.0%	1.6%
营业利润	1,048	1,162	1,687	2,263	2,955	3,805
营业利润率	33.4%	33.7%	32.4%	29.3%	28.8%	29.7%
营业外收支	20	13	8	8	10	10
税前利润	1,068	1,175	1,695	2,271	2,965	3,815
利润率	34.1%	34.1%	32.5%	29.4%	28.9%	29.8%
所得税	-128	-161	-238	-341	-445	-572
所得税率	12.0%	13.7%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	940	1,014	1,457	1,930	2,521	3,243
少数股东损益	100	73	96	90	90	90
归属于母公司的净利润	840	941	1,362	1,840	2,431	3,153
净利率	26.8%	27.3%	26.1%	23.8%	23.7%	24.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	940	1,014	1,457	1,930	2,521	3,243
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	83	133	198	380	522	588
非经营收益	-189	-219	-170	2	63	79
营运资金变动	-160	-147	-126	-524	-471	-704
经营活动现金净流	674	781	1,359	1,788	2,635	3,206
资本开支	-196	-1,019	-3,258	-4,203	-1,990	-1,490
投资	-374	-114	-342	0	0	0
其他	-1,004	376	-155	80	60	60
投资活动现金净流	-1,574	-758	-3,756	-4,123	-1,930	-1,430
股权募资	168	92	6,343	0	0	0
债权募资	1,103	257	-781	587	700	261
其他	-101	-168	-241	-225	-261	-277
筹资活动现金净流	1,170	181	5,321	362	439	-16
现金净流量	270	205	2,924	-1,974	1,144	1,760

来源：公司公告、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,172	2,394	5,300	3,326	4,470	6,230
应收款项	1,375	1,756	2,839	3,522	4,841	6,338
存货	193	275	346	562	833	1,139
其他流动资产	89	203	276	425	552	680
流动资产	3,829	4,629	8,761	7,835	10,696	14,387
%总资产	47.1%	43.9%	47.6%	36.4%	41.1%	46.8%
长期投资	3,605	4,129	4,780	4,780	4,780	4,780
固定资产	355	385	430	3,290	5,000	6,120
%总资产	4.4%	3.7%	2.3%	15.3%	19.2%	19.9%
无形资产	328	1,363	4,365	5,517	5,451	5,387
非流动资产	4,304	5,907	9,628	13,662	15,311	16,372
%总资产	52.9%	56.1%	52.4%	63.6%	58.9%	53.2%
资产总计	8,133	10,536	18,389	21,496	26,007	30,758
短期借款	750	960	211	0	0	260
应付款项	1,035	1,659	2,341	2,749	3,832	4,868
其他流动负债	824	405	718	1,137	1,467	1,802
流动负债	2,609	3,023	3,270	3,886	5,299	6,929
长期贷款	353	50	18	18	18	19
其他长期负债	48	1,012	992	1,790	2,490	2,490
负债	3,010	4,085	4,279	5,693	7,806	9,437
普通股股东权益	4,841	6,078	13,574	15,178	17,485	20,515
少数股东权益	282	372	535	625	715	805
负债股东权益合计	8,133	10,536	18,389	21,496	26,007	30,758

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.942	0.874	1.108	0.589	0.778	1.009
每股净资产	5.431	5.644	11.041	12.345	14.222	16.687
每股经营现金净流	0.756	0.726	1.106	1.454	2.143	2.607
每股股利	0.000	0.300	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	17.35%	15.48%	10.03%	12.12%	13.90%	15.37%
总资产收益率	10.33%	8.93%	7.41%	8.56%	9.35%	10.25%
投入资本收益率	12.64%	10.55%	9.30%	11.55%	12.84%	13.90%
增长率						
主营业务收入增长率	76.87%	10.08%	51.17%	48.26%	32.54%	24.86%
EBIT增长率	58.48%	15.01%	60.54%	44.34%	30.80%	26.03%
净利润增长率	49.33%	12.01%	44.74%	35.13%	32.10%	29.72%
总资产增长率	54.60%	29.55%	74.54%	16.90%	20.98%	18.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	112.3	153.7	146.7	155.0	165.0	175.0
存货周转天数	29.8	40.7	37.0	45.0	50.0	55.0
应付账款周转天数	124.0	212.3	209.6	180.0	190.0	195.0
固定资产周转天数	32.5	32.3	28.0	106.7	105.8	96.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.87%	-7.27%	-29.44%	-10.07%	-11.19%	-16.58%
EBIT利息保障倍数	17.5	10.2	34.8	109.0	54.5	91.4
资产负债率	37.01%	38.78%	23.27%	26.48%	30.02%	30.68%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	9	16	56
增持	0	0	1	2	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.10	1.11	1.13

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-20	买入	19.33	26.00~28.00
2	2016-09-20	买入	18.51	24.00~25.00
3	2016-12-22	买入	17.39	22.00~25.00
4	2017-01-25	买入	15.35	19.00~20.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD