

碧水源 (300070.SZ) 环保设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

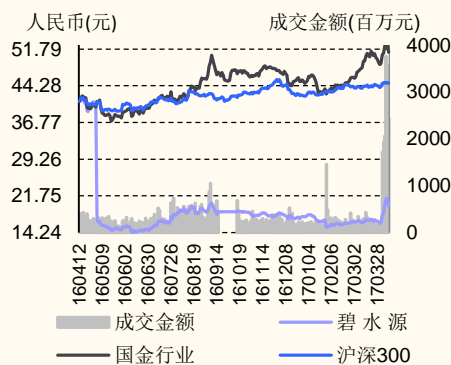
市场价格(人民币): 19.65元

订单规模持续高增, 白洋淀有望助力 17 年腾飞

长期竞争力评级: 高于行业均值

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) | 61,374.85 |
| 年内股价最高最低(元) | 41.98/14.24 |
| 沪深 300 指数 | 3509.44 |



相关报告

- 《再获生态治理订单实力尽显, 未来高增长可期-碧水源公司点评》, 2017.4.10
- 《PPP 落地加速增厚业绩, 技术和经验有望助力雄安水城共融-碧...》, 2017.4.6
- 《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

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.108 | 0.590 | 0.824 | 1.106 | 1.522 |
| 每股净资产(元) | 11.04 | 4.96 | 5.66 | 6.59 | 7.90 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.10 | 0.24 | 0.71 | 1.28 | 1.86 |
| 市盈率(倍) | 46.74 | 29.68 | 23.86 | 17.77 | 12.91 |
| 行业优化市盈率(倍) | 32.32 | 32.32 | 32.32 | 32.32 | 32.32 |
| 净利润增长率(%) | 44.74% | 35.55% | 39.52% | 34.27% | 37.64% |
| 净资产收益率(%) | 10.03% | 11.89% | 14.56% | 16.77% | 19.28% |
| 总股本(百万股) | 1,229.46 | 3,126.86 | 3,126.86 | 3,126.86 | 3,126.86 |

来源: 公司公告、国金证券研究所

事件

- 公司发布年报, 公司 16 年实现营收 88.9 亿元, 同比增长 70.5%, 实现归母净利润 18.46 亿元, 同比增长 35.5%; 基本每股收益 0.60 元, 分红预案为每 10 股派 0.56 元。

分析

- 第四季度业绩低于预期, 全年业绩受部分影响:** 公司前三季度业绩均保持 70% 以上高增长, 第四季度实现归母净利润达 14.3 亿元 (占全年的 77%), 去年同期为 11.09 亿元 (占全年的 81%), 同比增幅仅约 29%, 因第四季度占比净利润高比例, 加上其业绩增幅低, 造成全年业绩与预期相差较大, 但全年业绩仍实现 37% 的增长。主因部分大单执行延迟到 2017 年初, 结算进度影响 2016 年利润 2 亿元左右。2016 年综合毛利率有所降低, 一方面是由于增值税影响, 导致单个业务的毛利率下降, 另一方面由于土建工程占比提高, 而其毛利率相对较低, 拉低了公司整体毛利率。但是公司核心主业膜产品的毛利率维持高水平 (60% 以上), 此业务 16 年实现营收 6.15 亿, 净利 1.52 亿。预计公司未来随着土建工程类项目占比的提升, 综合毛利率会呈现一定程度的下降。2016 年负债率有所增加, 主因收购盈德气体导致的短期贷款增长。
- 基本面稳定, 各业务持续发展:** 我们认为公司业绩增速低于预期与工程项目完成及结算周期有关, 偶然因素使然, 相应回款状况放缓。但公司基本面依然稳定, 2016 年新签订单 200 多亿元, 在手待完成订单近 180 亿元。膜业务方面, 公司一直处于行业龙头, 在全国膜技术市政污水处理项目中, 公司市场占有率高达 70% 以上。净水器业务, 16 年业绩同比增长 6.5%, 同时公司进行了人员、产品结构、渠道方面的调整, 未来有望取得进一步增长。
- 优先布局河北, 雄安新区高标准设立, MBR 龙头或将受益。** 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。白洋淀水质属重度污染, 《河北省生态环境保护“十三五”规划》提出到 2020 年, 白洋淀、衡水湖主要水域水质稳定达到地表水 III 类标准。在新区规划下, 水污染治理以及水资源高效利用需求提升。而公司目前是世界上承建大规模 (10 万吨/日以上) MBR 工程最多的企业, 约占

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

全世界总数量的 50%；同时公司可以将污水通过自主创新的“MBR+DF”技术直接达到地表水 II 类或 III 类，是国内唯一拥有该技术并完成大规模工程应用的环保企业。公司未来有望深度参与雄安新区生态环境建设，助力恢复白洋淀水生态系统和饮水源地。

- **拿单实力强劲，彰显竞争实力。**4月5日公司预计17年Q1归母净利为2.2亿-2.3亿，同比增长530%-560%。1月份拿单数创新高约28亿元，截至目前公司2017年新签订单约165亿元，其中包括与南阳市人民政府签订的95亿合作框架协议、鄂尔多斯康巴什新区供水项目（20亿）、广西玉林战略合作协议（30亿）。

投资建议

- 预计2017-19年EPS为0.82、1.11、1.52元/股，PE为24X、18X、13X，考虑到新签订单叠加16年留存的180亿在手待完成订单，以及高壁垒的膜技术，以1-2年的建设周期来看，未来业绩30%复合增长可期，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)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 3,449 | 5,214 | 8,892 | 12,980 | 17,870 | 24,800 |
| 增长率 | | 51.2% | 70.5% | 46.0% | 37.7% | 38.8% |
| 主营业务成本 | -2,099 | -3,066 | -6,101 | -8,940 | -12,330 | -17,170 |
| %销售收入 | 60.9% | 58.8% | 68.6% | 68.9% | 69.0% | 69.2% |
| 毛利 | 1,350 | 2,149 | 2,791 | 4,040 | 5,540 | 7,630 |
| %销售收入 | 39.1% | 41.2% | 31.4% | 31.1% | 31.0% | 30.8% |
| 营业税金及附加 | -58 | -82 | -51 | -143 | -161 | -218 |
| %销售收入 | 1.7% | 1.6% | 0.6% | 1.1% | 0.9% | 0.9% |
| 营业费用 | -61 | -127 | -147 | -215 | -297 | -412 |
| %销售收入 | 1.8% | 2.4% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% |
| 管理费用 | -201 | -287 | -409 | -636 | -876 | -1,190 |
| %销售收入 | 5.8% | 5.5% | 4.6% | 4.9% | 4.9% | 4.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,029 | 1,652 | 2,184 | 3,046 | 4,207 | 5,810 |
| %销售收入 | 29.8% | 31.7% | 24.6% | 23.5% | 23.5% | 23.4% |
| 财务费用 | -101 | -47 | -84 | -123 | -170 | -148 |
| %销售收入 | 2.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 0.6% |
| 资产减值损失 | -84 | -135 | -151 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 318 | 217 | 264 | 200 | 150 | 100 |
| %税前利润 | 27.1% | 12.8% | 11.8% | 6.4% | 3.6% | 1.7% |
| 营业利润 | 1,162 | 1,687 | 2,213 | 3,123 | 4,187 | 5,762 |
| 营业利润率 | 33.7% | 32.4% | 24.9% | 24.1% | 23.4% | 23.2% |
| 营业外收支 | 13 | 8 | 22 | 13 | 13 | 15 |
| 税前利润 | 1,175 | 1,695 | 2,235 | 3,136 | 4,200 | 5,777 |
| 利润率 | 34.1% | 32.5% | 25.1% | 24.2% | 23.5% | 23.3% |
| 所得税 | -161 | -238 | -385 | -541 | -725 | -996 |
| 所得税率 | 13.7% | 14.0% | 17.2% | 17.3% | 17.3% | 17.3% |
| 净利润 | 1,014 | 1,457 | 1,850 | 2,595 | 3,476 | 4,780 |
| 少数股东损益 | 73 | 96 | 4 | 20 | 18 | 21 |
| 归属于母公司的净利润 | 941 | 1,362 | 1,846 | 2,575 | 3,458 | 4,759 |
| 净利率 | 27.3% | 26.1% | 20.8% | 19.8% | 19.3% | 19.2% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 1,014 | 1,457 | 1,850 | 2,595 | 3,476 | 4,780 |
| 少数股东损益 | 73 | 96 | 4 | 20 | 18 | 21 |
| 非现金支出 | 133 | 197 | 239 | 154 | 284 | 415 |
| 非经营收益 | -219 | -170 | -198 | 120 | 149 | 176 |
| 营运资金变动 | -147 | -126 | -1,141 | -663 | 92 | 450 |
| 经营活动现金净流 | 781 | 1,358 | 750 | 2,206 | 4,001 | 5,821 |
| 资本开支 | -1,019 | -3,258 | -3,718 | -3,746 | -3,989 | -4,189 |
| 投资 | -114 | -342 | -1,111 | -50 | -51 | -50 |
| 其他 | 376 | -155 | -9 | 200 | 150 | 100 |
| 投资活动现金净流 | -758 | -3,756 | -4,838 | -3,596 | -3,890 | -4,139 |
| 股权募资 | 92 | 6,343 | 811 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 257 | -781 | 7,201 | 1,039 | -254 | -702 |
| 其他 | -168 | -241 | -1,663 | -706 | -857 | -981 |
| 筹资活动现金净流 | 181 | 5,321 | 6,348 | 334 | -1,111 | -1,683 |
| 现金净流量 | 205 | 2,923 | 2,260 | -1,056 | -1,000 | 0 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 2,394 | 5,300 | 9,056 | 8,000 | 7,000 | 7,000 |
| 应收款项 | 1,756 | 2,839 | 4,831 | 7,045 | 9,747 | 13,392 |
| 存货 | 275 | 346 | 431 | 661 | 946 | 1,317 |
| 其他流动资产 | 203 | 276 | 1,094 | 1,299 | 1,527 | 1,851 |
| 流动资产 | 4,629 | 8,761 | 15,412 | 17,005 | 19,220 | 23,560 |
| %总资产 | 43.9% | 47.6% | 48.5% | 45.9% | 44.7% | 46.0% |
| 长期投资 | 4,129 | 4,780 | 5,784 | 5,834 | 5,884 | 5,934 |
| 固定资产 | 385 | 430 | 495 | 2,196 | 3,976 | 5,834 |
| %总资产 | 3.7% | 2.3% | 1.6% | 5.9% | 9.2% | 11.4% |
| 无形资产 | 1,363 | 4,365 | 10,000 | 11,923 | 13,858 | 15,784 |
| 非流动资产 | 5,907 | 9,628 | 16,395 | 20,019 | 23,796 | 27,638 |
| %总资产 | 56.1% | 52.4% | 51.5% | 54.1% | 55.3% | 54.0% |
| 资产总计 | 10,536 | 18,389 | 31,806 | 37,024 | 43,016 | 51,198 |
| 短期借款 | 960 | 211 | 3,392 | 4,432 | 4,168 | 3,455 |
| 应付款项 | 1,659 | 2,341 | 5,738 | 7,288 | 10,050 | 13,990 |
| 其他流动负债 | 405 | 718 | 4,609 | 5,046 | 5,590 | 6,440 |
| 流动负债 | 3,023 | 3,270 | 13,739 | 16,766 | 19,808 | 23,885 |
| 长期贷款 | 50 | 18 | 1,467 | 1,467 | 1,467 | 1,468 |
| 其他长期负债 | 1,012 | 992 | 266 | 268 | 274 | 286 |
| 负债 | 4,085 | 4,279 | 15,472 | 18,501 | 21,549 | 25,639 |
| 普通股股东权益 | 6,078 | 13,574 | 15,521 | 17,690 | 20,616 | 24,687 |
| 少数股东权益 | 372 | 535 | 813 | 833 | 851 | 872 |
| 负债股东权益合计 | 10,536 | 18,389 | 31,806 | 37,024 | 43,016 | 51,198 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.874 | 1.108 | 0.590 | 0.824 | 1.106 | 1.522 |
| 每股净资产 | 5.644 | 11.041 | 4.964 | 5.657 | 6.593 | 7.895 |
| 每股经营现金净流 | 0.726 | 1.105 | 0.240 | 0.706 | 1.280 | 1.862 |
| 每股股利 | 4.374 | 4.374 | 0.070 | 0.130 | 0.170 | 0.220 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 15.48% | 10.03% | 11.89% | 14.56% | 16.77% | 19.28% |
| 总资产收益率 | 8.93% | 7.41% | 5.80% | 6.96% | 8.04% | 9.30% |
| 投入资本收益率 | 10.55% | 9.30% | 8.52% | 10.31% | 12.83% | 15.76% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 10.08% | 51.17% | 70.54% | 45.97% | 37.67% | 38.78% |
| EBIT 增长率 | 15.01% | 60.54% | 32.17% | 39.46% | 38.12% | 38.10% |
| 净利润增长率 | 12.01% | 44.74% | 35.55% | 39.52% | 34.27% | 37.64% |
| 总资产增长率 | 29.55% | 74.54% | 72.97% | 16.40% | 16.19% | 19.02% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 153.7 | 146.7 | 139.5 | 174.0 | 175.0 | 173.0 |
| 存货周转天数 | 40.7 | 37.0 | 23.2 | 27.0 | 28.0 | 28.0 |
| 应付账款周转天数 | 212.3 | 209.6 | 208.6 | 250.0 | 250.0 | 250.0 |
| 固定资产周转天数 | 32.3 | 28.0 | 16.5 | 36.6 | 46.6 | 43.3 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -7.27% | -29.44% | -25.70% | -11.34% | -6.36% | -8.13% |
| EBIT 利息保障倍数 | 10.2 | 34.8 | 25.9 | 24.8 | 24.8 | 39.2 |
| 资产负债率 | 38.78% | 23.27% | 48.65% | 49.97% | 50.10% | 50.08% |

来源：公司公告、国金证券研究所

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 | 14 | 55 |
| 增持 | 0 | 0 | 1 | 2 | 7 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 1.10 | 1.13 | 1.11 |

来源：朝阳永续

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。

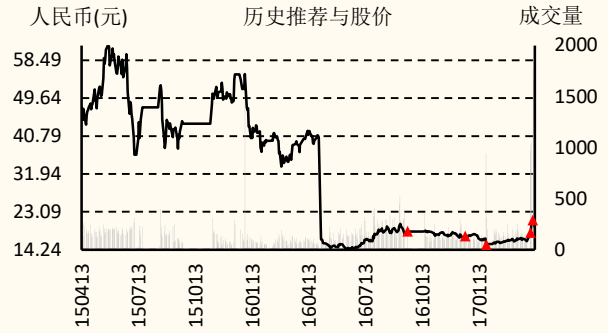
最终评分与平均投资建议对照：

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

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 |
| 5 | 2017-04-06 | 买入 | 17.84 | N/A |
| 6 | 2017-04-10 | 买入 | 20.02 | N/A |

来源：国金证券研究所



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