

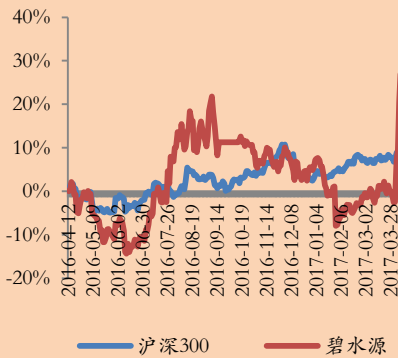


## 碧水源 (300070)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-04-13

### 股价走势:



### 金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161591

ivanyiyang@163.com

## 项目订单高增长 雄安催化公司二次腾飞

### 事件:

公司发布 2016 年年报, 报告期内实现营业收入 88.92 亿元, 同比增长 70.54%, 实现归属于上市公司股东的净利润 18.46 亿元, 同比增长 35.55%。

### 主要观点:

#### □ 公司业绩维持高增长, 综合毛利率有所下降

从业绩来看, 此前业绩快报公布的 16 年营收与净利润增速分别为 91.35% 和 37.45%, 较年报数据略有下调, 其主要原因是个别项目进度滞后影响了公司总体净利润提升幅度, 公司整体业绩水平仍旧保持了上市以来高速增长态势。从三费来看, 财务费用和管理费用同比大幅增长, 但整体费用率下降了 1.66 个百分点至 7.20%, 延续从 14 年以来的持续下降趋势。从分业务来看, 公司积极拓展和承接 PPP 项目, 致使工程业务比重大幅增加。其中市政工程业务实现收入 41.62 亿元, 同比大增 244%, 占公司总营收比重猛增 23.62 个百分点至 46.81%。从毛利率来看, 公司整理毛利率水平下降了 9.81 个百分点至 31.39%, 其主要原因是公司是承接 PPP 项目不断推进, 以及 PPP 项目的不断综合化的结果。公司承接的 PPP 项目里, 工程类业务占比逐渐增多且毛利水平较低, 从而影响了公司整体毛利率水平的下降。值得注意的是, 公司核心膜产品的毛利率稳定保持在 60% 以上, 公司在膜技术领域核心地位非常稳固。

#### □ 公司发展向第三阶段迈进, 在手 PPP 项目为公司保驾护航

公司已完成第二阶段发展目标, 向第三阶段目标迈进, 成为具有国际竞争实力的水处理与污水资源化整体解决方案提供商、大规模膜产品生产厂商及水务运营商。公司 16 年新签订单 153 个总投资额 336 亿元, 较 15 年相比几近翻倍。其中 EPC 项目 105 个投资额 138.9 亿, 占比超过七成; BOT 项目 45 个投资额 195.6 亿; BT 项目 2 个金额 11.7 亿。截至 2016 年底的未结算在手订单还有 261.2 亿元, 其中 EPC 项目 69.1 亿; BOT 项目 192.1 亿; 进入 2017 年以来, 公司新增 PPP 项目约 65 亿元。公司在手订单保持快速增长, 对业绩助推提供了强有力的保障。

#### □ 雄安新区带动华北潜在水环境治理需求, 公司有望受益

公司以膜技术起家, 是环保行业以技术创新为主要驱动力的稀缺标的。公司的自主创新的“MBR+DF”技术, 可以实现污水转化成地表水 II 类或 III 类, 实现水的高品质资源化, 公司目前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 16 年研发投入超过 2 亿元, 同比增长 31.55%, 维持高速增长态势。雄安新区的设立, 有望以治理华北之肾“白洋淀”为基础, 带动整个华北解决水污染、水资源短缺、饮水不安全等问题。公司利用自身技术, 未来有望参与到新区建设中, 这或将成为公司又一潜在的增长引擎。

#### □ 盈利预测与估值

公司是环保行业以技术创新为主要驱动力的稀缺标的, 外加国家 PPP 的持续性推动和雄安新区建设的长期主题性投资机会催化, 公司未来持续性发展可期。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.66 元、0.83 元、1.10 元, 对应的 PE 分别为 30 倍、24 倍、18 倍, 给予“买入”评级。

## 盈利预测:

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8892	12449	16806	22689
收入同比(%)	71%	40%	35%	35%
归属母公司净利润	1846	2080	2606	3455
净利润同比(%)	36%	13%	25%	33%
毛利率(%)	31.4%	30.0%	28.0%	27.0%
ROE(%)	11.3%	12.5%	13.5%	15.3%
每股收益(元)	0.59	0.66	0.83	1.10
P/E	33.36	29.60	23.63	17.82
P/B	3.97	3.71	3.24	2.78
EV/EBITDA	20	16	13	10

资料来源: wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	15,412	19,877	25,897	33,997	<b>营业收入</b>	8,892	12,449	16,806	22,689
现金	9,056	10,698	13,329	16,812	营业成本	6,101	8,714	12,101	16,563
应收账款	4,801	6,577	9,015	12,136	营业税金及附加	51	200	228	290
其他应收款	570	604	905	1,259	销售费用	147	219	321	440
预付账款	404	659	942	1,400	管理费用	409	647	889	1,168
存货	431	914	1,163	1,499	财务费用	84	121	85	35
其他流动资产	150	426	543	891	资产减值损失	151	0	0	0
<b>非流动资产</b>	16,395	14,271	13,788	13,242	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	2,338	1,888	2,039	2,088	投资净收益	264	0	0	0
固定资产	401	375	350	325	<b>营业利润</b>	2,213	2,547	3,183	4,193
无形资产	9,933	9,271	8,653	8,076	营业外收入	27	0	0	0
其他非流动资产	3,723	2,736	2,746	2,753	营业外支出	5	2	3	3
<b>资产总计</b>	31,806	34,149	39,685	47,239	<b>利润总额</b>	2,235	2,544	3,180	4,190
<b>流动负债</b>	13,739	14,287	17,440	21,836	所得税	385	362	471	632
短期借款	2,479	2,414	2,334	2,233	<b>净利润</b>	1,850	2,182	2,709	3,558
应付账款	4,946	6,343	8,874	12,543	少数股东损益	4	102	103	103
其他流动负债	6,314	5,531	6,232	7,059	<b>归属母公司净利润</b>	1,846	2,080	2,606	3,455
<b>非流动负债</b>	1,733	2,347	2,242	2,107	EBITDA	2,385	3,355	3,911	4,830
长期借款	1,467	1,467	1,467	1,467	EPS (元)	0.59	0.66	0.83	1.10
其他非流动负债	266	880	775	640					
<b>负债合计</b>	15,472	16,635	19,681	23,943					
少数股东权益	813	915	1,018	1,121					
股本	3,127	3,134	3,134	3,134					
资本公积	6,682	5,744	5,744	5,744					
留存收益	5,807	7,721	10,108	13,297					
归属母公司股东权益	15,521	16,599	18,986	22,175					
<b>负债和股东权益</b>	31,806	34,149	39,685	47,239					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	752	1,424	3,166	3,936
净利润	1,850	2,080	2,606	3,455
折旧摊销	90	688	643	602
财务费用	93	121	85	35
投资损失	(264)	0	0	0
营运资金变动	1,871	(1,566)	(271)	(259)
其他经营现金流	(2,889)	102	103	103
<b>投资活动现金流</b>	(4,838)	1,387	(151)	(49)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(446)	449	(151)	(49)
其他投资现金流	(4,392)	937	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	6,335	(1,281)	(385)	(402)
短期借款	2,267	(65)	(80)	(101)
长期借款	1,449	0	0	0
普通股增加	1,897	7	0	0
资本公积增加	(1,465)	(937)	0	0
其他筹资现金流	2,186	(285)	(305)	(301)
<b>现金净增加额</b>	2,249	1,530	2,631	3,485

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	70.54%	40.00%	35.00%	35.00%
营业利润	31.13%	15.10%	24.97%	31.73%
归属于母公司净利	35.55%	12.71%	25.26%	32.58%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	31.39%	30.00%	28.00%	27.00%
净利率(%)	45.09%	20.76%	16.71%	15.50%
ROE(%)	11.32%	12.46%	13.54%	15.27%
ROIC(%)	27.38%	26.40%	30.66%	40.53%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	48.65%	48.71%	49.59%	50.68%
净负债比率(%)	-36.26%	-0.48%	-7.45%	-7.93%
流动比率	1.12	1.39	1.48	1.56
速动比率	1.09	1.33	1.42	1.49
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.38	0.46	0.52
应收账款周转率	2.62	2.44	2.39	2.39
应付账款周转率	2.55	2.21	2.21	2.12
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.66	0.83	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.45	1.01	1.26
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.30	6.06	7.08
<b>估值比率</b>				
P/E	33.4	29.6	23.6	17.8
P/B	4.0	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	20.09	16.11	13.15	9.93

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。