

2017年04月12日

碧水源 (300070.SZ)

## 业绩稳健增长，订单充足奠定成长基础

■**业绩增长稳健**：据公司2016年年报，公司实现营业收入88.92亿元，同比增长70.54%；归母净利润18.46亿元，同比增长35.55%；扣非后归母净利润18.15亿元，同比增长33.92%；EPS为0.60元。随着PPP加速落地和水十条等政策催化水治理景气度提升，公司凭借自身先进技术和运营模式扩大业务规模，业绩实现稳健增长。

■**毛利率有所下降，工程类收入占比显著提升**：公司2016年整体毛利率31.39%，同比下降9.81个百分点，主要系毛利率12.97%的市政与给排水工程业务收入规模同比增长244%，收入占比增长23.19个百分点所致。公司膜设备毛利率47.6%，保持稳定。公司费用率同比略有下降，其中管理费用率4.60%，同比下降0.91个百分点。

■**PPP模式项目增加，现金流留有改善空间**：公司PPP模式项目增加，部分项目决算周期变长，加之管理费用、税费支出增长，公司2016年经营活动产生的现金流量净额7.52亿元，较上年减少6.07亿元，同比减少44.69%。公司BOT/PPP项目较多，对项目公司和项目建设投资增加，投资活动流出增加。为满足资金需求，公司新增银行贷款并发行短期融资券，公司财务费用同比增长78%，达8.43亿元。资产负债率达48.65%，同比增长25.38个百分点。

■**在手订单充足，后续业绩释放基础牢固**：公司在手订单充足，据公司年报，公司2016年新增工程类订单140.1亿元，新增运营类订单195.6亿元；截至2016年底，公司在手订单充足，工程类订单项目共计105个，未确认收入总计69.08亿元；公司尚有63个运营类项目处于施工期，尚有155.45亿元投资尚未完成。公司订单储备为后续业绩释放打下坚实基础，据公司2017年一季度业绩预告，公司盈利2.22-2.32亿元，同比大幅增长530%-560%。

■**有望继续受益于PPP项目加速落地和雄安新区建设**：据财政部项目库的第五期季报，截至2016年底，财政部库项目落地率31.6%，入库项目和落地项目均呈逐月上升趋势；第三批示范项目平均落地周期11个月，比前二批少4个月，PPP项目落地加速。公司为膜技术龙头，技术、资源优势明显，PPP项目承接能力强，未来将受益于当前PPP项目的加速落地。雄安新区发展带来白洋淀及京津冀周边供水和治水需求，公司膜技术领先，有望为雄安新区发展提供全面技术支撑。

■**投资建议**：随着PPP落地持续加速、水环境治理景气度不断提升、雄安新区发展催化治水需求，公司在手订单有望逐步释放业绩，公司高成长可期。我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为0.86元、1.12元和1.42元，对应市盈率为24.7x、18.9x和15.0x，给予买入-A评级，6个月目标价为25.8元。

■**风险提示**：订单情况不及预期，政策推进力度不及预期。

公司快报

证券研究报告

水务

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**25.8元**  
股价(2017-04-12) **19.65元**

### 交易数据

总市值(百万元)	66,539.48
流通市值(百万元)	41,921.07
总股本(百万股)	3,126.86
流通股本(百万股)	1,969.97
12个月价格区间	14.24/41.98元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	33.1	24.53	46.0
绝对收益	31.44	23.51	29.99

**邵琳琳** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoll@essence.com.cn

**周喆** 报告联系人

zhouzhe@essence.com.cn  
021-35082029

### 相关报告

碧水源：业绩超预期，PPP增添动力	2016-10-27
碧水源：碧水源：高增长，大空间	2016-07-27
碧水源：高增长，看好后续发展	2016-04-08
碧水源：碧水源公司快报	2016-02-28

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,214.3	8,892.3	12,798.8	16,665.9	21,648.1
净利润	1,361.7	1,845.8	2,696.2	3,517.1	4,425.2
每股收益(元)	0.43	0.59	0.86	1.12	1.42
每股净资产(元)	4.33	4.95	5.69	6.76	8.14
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	49.0	36.1	24.7	18.9	15.0
市净率(倍)	4.9	4.3	3.7	3.1	2.6
净利润率	26.1%	20.8%	21.1%	21.1%	20.4%
净资产收益率	10.0%	11.9%	15.2%	16.6%	17.4%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>ROIC</b>	<b>45.8%</b>	<b>27.1%</b>	<b>33.4%</b>	<b>25.4%</b>	<b>41.6%</b>

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,214.3	8,892.3	12,798.8	16,665.9	21,648.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,065.7	6,101.1	8,031.6	10,563.9	14,053.3	营业收入增长率	51.2%	70.5%	43.9%	30.2%	29.9%
营业税费	81.5	51.0	163.1	189.5	215.4	营业利润增长率	45.2%	31.1%	69.8%	29.4%	24.7%
销售费用	127.3	147.0	250.7	336.3	406.3	净利润增长率	44.7%	35.5%	46.1%	30.4%	25.8%
管理费用	287.3	409.1	680.5	857.1	1,086.7	EBITDA 增长率	37.0%	32.8%	64.4%	25.9%	23.8%
财务费用	47.5	84.3	59.6	-28.7	-49.8	EBIT 增长率	37.4%	32.4%	66.1%	26.6%	24.4%
资产减值损失	135.0	150.9	123.4	136.5	136.9	NOPLAT 增长率	36.9%	27.4%	50.5%	26.6%	24.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	115.3%	22.3%	66.7%	-24.3%	26.2%
投资和汇兑收益	217.5	263.8	266.4	249.2	259.8	净资产增长率	118.7%	15.8%	14.7%	18.7%	19.9%
<b>营业利润</b>	<b>1,687.3</b>	<b>2,212.6</b>	<b>3,756.2</b>	<b>4,860.6</b>	<b>6,059.0</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	7.7	22.4	14.4	14.8	17.2	毛利率	41.2%	31.4%	37.2%	36.6%	35.1%
<b>利润总额</b>	<b>1,695.1</b>	<b>2,235.0</b>	<b>3,770.6</b>	<b>4,875.4</b>	<b>6,076.2</b>	营业利润率	32.4%	24.9%	29.3%	29.2%	28.0%
减:所得税	237.6	385.3	942.6	1,218.9	1,519.1	净利润率	26.1%	20.8%	21.1%	21.1%	20.4%
<b>净利润</b>	<b>1,361.7</b>	<b>1,845.8</b>	<b>2,696.2</b>	<b>3,517.1</b>	<b>4,425.2</b>	EBITDA/营业收入	34.5%	26.8%	30.6%	29.6%	28.2%
						EBIT/营业收入	33.3%	25.8%	29.8%	29.0%	27.8%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	24	16	11	7	5
						流动营业资本周转天数	20	-73	-32	1	-2
						流动资产周转天数	462	489	366	320	360
						应收帐款周转天数	157	154	158	156	156
						存货周转天数	21	16	21	20	19
						总资产周转天数	998	1,016	819	662	623
						投资资本周转天数	354	315	322	271	204
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	10.0%	11.9%	15.2%	16.6%	17.4%
						ROA	7.9%	5.8%	10.7%	10.5%	11.4%
						ROIC	45.8%	27.1%	33.4%	25.4%	41.6%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	2.4%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%
						管理费用率	5.5%	4.6%	5.3%	5.1%	5.0%
						财务费用率	0.9%	0.9%	0.5%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	8.9%	7.2%	7.7%	7.0%	6.7%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	23.3%	48.6%	29.1%	36.2%	33.5%
						负债权益比	30.3%	94.7%	41.1%	56.7%	50.4%
						流动比率	2.68	1.12	1.53	1.59	1.89
						速动比率	2.57	1.09	1.38	1.53	1.77
						利息保障倍数	36.52	27.23	64.03	-168.08	-120.71
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.04	-	0.07	0.06	0.07
						分红比率	9.0%	0.0%	8.1%	5.7%	4.6%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,457.4	1,849.7	2,696.2	3,517.1	4,425.2	EPS(元)	0.43	0.59	0.86	1.12	1.42
加:折旧和摊销	62.9	89.9	105.5	105.5	105.5	BVPS(元)	4.33	4.95	5.69	6.76	8.14
资产减值准备	135.0	150.9	-	-	-	PE(X)	49.0	36.1	24.7	18.9	15.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.3	3.7	3.1	2.6
财务费用	90.5	93.3	59.6	-28.7	-49.8	P/FCF	-21.0	16.7	-9.5	9.5	41.9
投资损失	-217.5	-263.8	-266.4	-249.2	-259.8	P/S	12.8	7.5	5.2	4.0	3.1
少数股东损益	95.7	4.0	131.7	139.4	131.9	EV/EBITDA	31.8	20.1	16.1	11.4	9.0
营运资金的变动	-138.9	2,158.8	-5,635.4	3,287.0	-2,956.2	CAGR(%)	35.9%	35.1%	40.8%	35.9%	35.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,359.2</b>	<b>751.8</b>	<b>-2,908.8</b>	<b>6,771.2</b>	<b>1,396.9</b>	PEG	1.4	1.0	0.6	0.5	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3,756.0</b>	<b>-4,838.0</b>	<b>564.4</b>	<b>207.4</b>	<b>188.4</b>	ROIC/WACC	4.4	2.6	3.2	2.4	4.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>5,320.8</b>	<b>6,335.0</b>	<b>-4,432.3</b>	<b>-133.0</b>	<b>-86.3</b>	REP	1.8	2.1	1.4	2.1	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034