

公司研究/季报点评

2017年04月27日

公用事业/环保II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 21.66
合理价格区间(元): 22.80~24.32

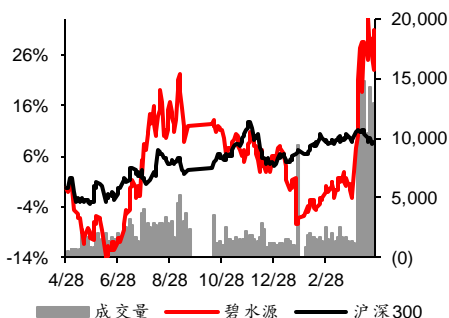
何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

相关研究

- 1《碧水源(300070,增持): 投资拉动了增速, 雄安带来新看点》2017.04
- 2《碧水源(300070): 订单持续增长为公司业绩增长注动力》2016.10
- 3《碧水源(300070): 业绩高速增长, 膜技术需求刚性增强》2016.07

股价走势图



资料来源: Wind

扣非后净利润增速仍高达 153%

碧水源(300070)

公司发布 2017 年一季度报

公司于 2017 年 4 月 26 日发布 2017 年一季度报, 2017 年一季度实现归母净利润 2.30 亿元, 较上年同期的 0.35 亿元, 同比增长 554%, 符合公司一季报预告的预期; 扣非后归母净利润达 8564 万元, 同比增速仍然高达 153%。业绩增长原因为: 1) 随着 PPP 项目的落地与实施, 施工进度加快, 业绩与效益保持了快速增长。2) 投资香港盈德气体获得了较大的投资收益。一季度经营性现金流净额由上年同期的 -6.66 亿元变为 -17.12 亿元, 主要是由于: 1) 季节性采购支出增加, 2) 投标项目增加, 造成保证金支出增加。

雄安新区对公司最大的利好为加快了膜技术应用的进程

我们在前期的报告中论证了, 雄安新区需要新建高标准的污水处理厂或对原有污水处理厂进行提标改造, MBR 等膜技术是刚需; 但毕竟雄安的市场是相对有限的, 该热点对公司最大的利好是, 有显著的示范作用, 能让膜技术提前成为污水处理技术的主角, 加快膜技术在全国范围的应用, 故利好公司的发展前景。

公司曾同保定市签战略框架协议

公司曾于 2015 年 11 月 28 日, 同河北省保定市人民政府举行签约仪式, 成立混合所有制公司, 为保定及周边地区的环境问题提供解决方案。由于公司早期与地方政府的接触, 并做过白洋淀的相关规划, 这将有利于公司在雄安域内或上游、周边的竞争中处于优势地位。

技术站在水处理技术的刚需方向

我们认为污水处理提标到地表水四类是必然需要的, 一旦提标到地表水四类, 膜技术将成为主流技术, 届时水处理行业的格局将打破。同时公司研发方向包括超滤膜、微滤膜、DF 膜、反渗透膜、净水膜等全系列膜材料和膜组件, 可助公司在给水、污废水、海水淡化、黑臭水体、渗滤液等方向进行全面竞争, 拓展市场, 故公司前景乐观。

订单量大为公司带来业绩弹性

截止 2016 年三季度, 公司期末在手未确认收入的工程类订单达 63.75 亿元; 特许经营类订单, 尚未执行和尚未完成投资的施工期订单合计达 209.75 亿元, 合计订单量达 273.50 亿元。与 2016 年年报相比, 一季报工程类存量订单略有下降, 特许经营类订单略有增加, 合计存量订单较年报的 261.13 亿元, 略增 4.74%。说明公司拿单能力得到保持。

公司技术为行业刚需方向, 长期和短期看点均存在, 维持“增持”评级

公司技术处于水处理技术发展方向上, PPP 订单若释放能为公司的业绩带来一定的弹性, 且公司受益于雄安新区热点, 预计 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.76 元、0.94 元、1.16 元; 在 2017 年的盈利预测基础上, 给予 30-32 倍估值(雄安热点加持, 加快膜技术推广进程, 可提升估值), 对应目标价 22.80-24.32 元/股, 维持“增持”评级。

风险提示: 提标改造推进速度不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,134
流通 A 股(百万股)	1,977
52 周内股价区间(元)	14.24-41.13
总市值(百万元)	67,876
总资产(百万元)	33,076
每股净资产(元)	5.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

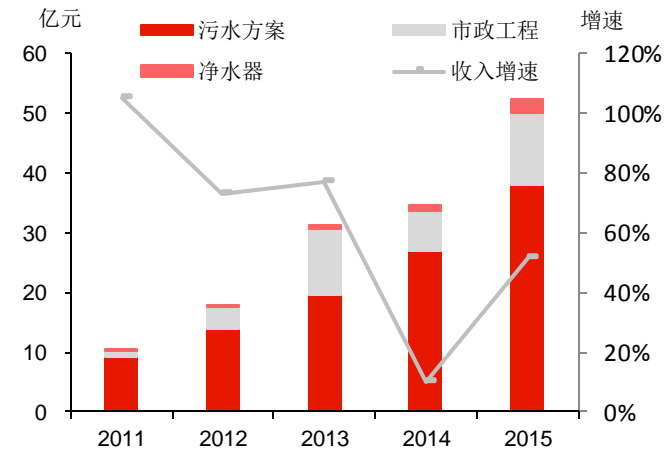
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,214	8,892	11,162	13,528	16,082
+/-%	51.17	70.54	25.52	21.19	18.88
归属母公司净利润(百万元)	1,362	1,846	2,366	2,929	3,630
+/-%	44.74	35.55	28.19	23.77	23.95
EPS(元, 最新摊薄)	0.44	0.59	0.76	0.94	1.16
PE(倍)	49.74	36.69	28.62	23.13	18.66

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司经营概况

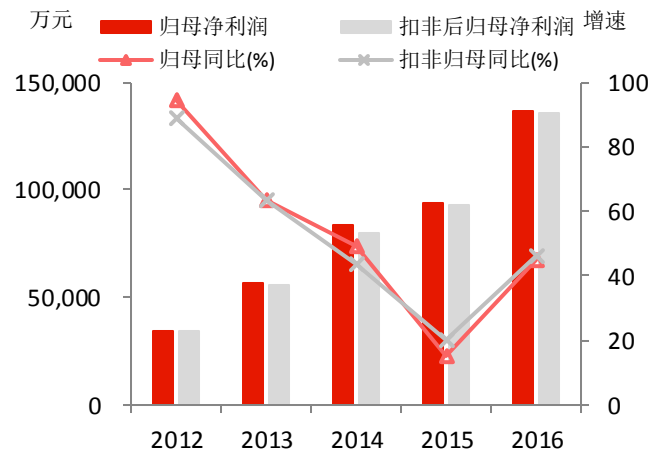
碧水源致力于通过膜技术提供水处理的整体解决方案，包括致力水环境、开发新水源、保障饮用水安全、城市生态环境建设等；公司拥有微滤膜、超滤膜、DF膜、纳滤膜、反渗透膜等全产业链膜技术，可助公司在给水、污废水、海水淡化、黑臭水体、渗滤液等方向进行全面竞争，拓展市场，故公司前景乐观。我们看好公司未来持续提升盈利能力，保持较高的增速，故对公司给与“增持”评级。

图表1: 碧水源近年营收变化情况



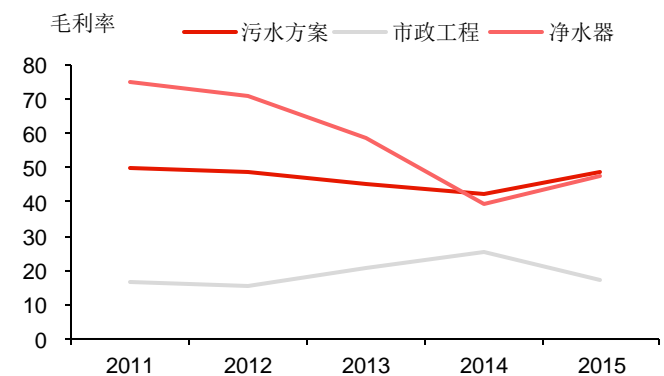
资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表2: 碧水源近年归母净利润的变化情况



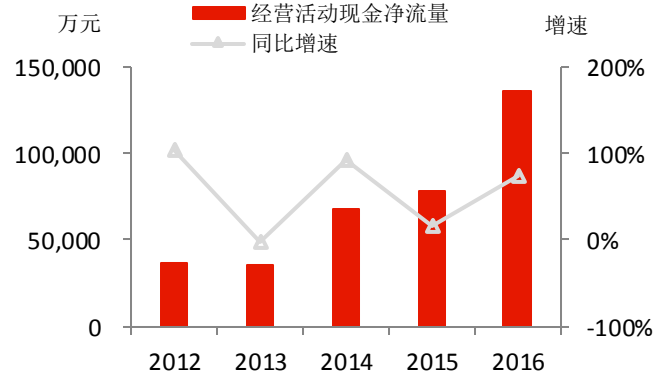
资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表3: 碧水源近年各业务毛利率的变化情况



资料来源: wind, 华泰证券研究所

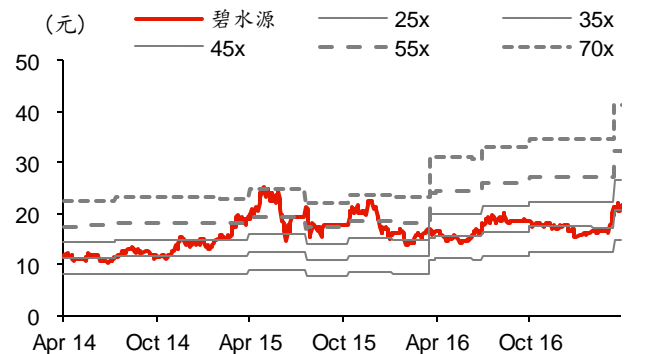
图表4: 碧水源近年经营活动现金流的变化情况



资料来源: wind, 华泰证券研究所

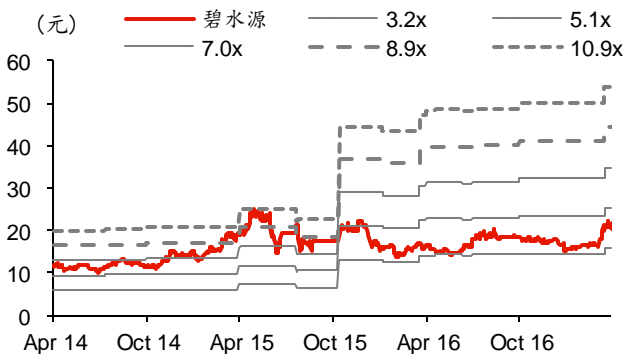
PE/PB - Bands (碧水源)

图表5: 碧水源历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 碧水源历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,761	15,412	12,890	14,290	16,326
现金	5,300	9,056	9,781	10,563	11,937
应收账款	2,565	4,232	1,986	2,348	2,711
其他应收账款	255.33	569.86	135.85	159.16	182.66
预付账款	219.19	404.03	554.12	655.56	781.34
存货	345.88	430.75	375.39	493.65	629.90
其他流动资产	75.52	719.41	58.81	70.64	83.41
非流动资产	9,628	16,395	15,251	15,817	16,351
长期投资	1,891	2,338	1,606	1,756	1,906
固定投资	399.80	400.88	503.83	595.82	681.32
无形资产	4,323	9,933	10,052	10,118	10,180
其他非流动资产	3,014	3,723	3,089	3,347	3,583
资产总计	18,389	31,806	28,141	30,106	32,676
流动负债	3,270	13,739	6,788	5,732	4,567
短期借款	211.20	2,479	3,992	2,204	300.00
应付账款	2,028	4,946	1,993	2,493	2,993
其他流动负债	1,031	6,314	802.35	1,035	1,274
非流动负债	1,009	1,733	2,492	2,708	2,929
长期借款	17.70	1,467	1,432	1,632	1,832
其他非流动负债	991.60	266.28	1,060	1,076	1,097
负债合计	4,279	15,472	9,279	8,440	7,497
少数股东权益	535.35	812.99	817.22	822.95	829.78
股本	1,229	3,127	3,127	3,127	3,127
资本公积	8,147	6,682	6,682	6,682	6,682
留存公积	4,085	5,807	8,236	11,035	14,541
归属母公司股	13,574	15,521	18,045	20,843	24,350
负债和股东权益	18,389	31,806	28,141	30,106	32,676

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,359	751.83	(1,794)	2,824	3,311
净利润	1,457	1,850	2,370	2,934	3,637
折旧摊销	62.92	89.87	105.88	115.47	124.94
财务费用	47.50	84.35	172.71	186.68	91.78
投资损失	(217.46)	(263.84)	(408.70)	(490.45)	(588.53)
营运资金变动	(125.82)	(1,141)	(3,733)	42.71	6.21
其他经营现金	134.67	132.58	(301.71)	35.51	39.55
投资活动现金	(3,756)	(4,838)	1,086	(137.57)	(16.90)
资本支出	3,258	3,719	104.04	112.10	118.30
长期投资	(342.41)	(1,057)	(949.62)	365.81	337.04
其他投资现金	(840.00)	(2,176)	240.49	340.35	438.43
筹资活动现金	5,321	6,335	1,432	(1,904)	(1,919)
短期借款	(748.30)	2,267	1,513	(1,788)	(1,904)
长期借款	(32.30)	1,449	(35.00)	200.00	200.00
普通股增加	152.52	1,897	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6,243	(1,465)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(293.81)	2,186	(45.95)	(316.53)	(215.08)
现金净增加额	2,924	2,262	724.50	782.45	1,374

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,214	8,892	11,162	13,528	16,082
营业成本	3,066	6,101	7,723	9,383	11,180
营业税金及附加	81.51	51.01	142.26	153.83	160.03
营业费用	127.30	147.04	176.44	190.56	205.80
管理费用	287.34	409.11	450.02	477.02	505.64
财务费用	47.50	84.35	172.71	186.68	91.78
资产减值损失	135.02	150.90	112.33	152.80	211.77
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	217.46	263.84	408.70	490.45	588.53
营业利润	1,687	2,213	2,794	3,474	4,315
营业外收入	9.85	27.37	16.18	17.02	17.60
营业外支出	2.10	4.99	2.43	3.03	3.53
利润总额	1,695	2,235	2,808	3,488	4,329
所得税	237.64	385.25	437.41	553.57	692.78
净利润	1,457	1,850	2,370	2,934	3,637
少数股东损益	95.72	3.97	4.24	5.73	6.82
归属母公司净利润	1,362	1,846	2,366	2,929	3,630
EBITDA	1,798	2,387	3,073	3,776	4,532
EPS(元)	1.11	0.59	0.76	0.94	1.16

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	51.17	70.54	25.52	21.19	18.88
营业利润	45.22	31.13	26.28	24.33	24.23
归属母公司净利润	44.74	35.55	28.19	23.77	23.95
获利能力(%)					
毛利率	41.20	31.39	30.81	30.64	30.48
净利率	26.11	20.76	21.20	21.65	22.57
ROE	10.03	11.89	13.11	14.05	14.91
ROIC	19.59	21.02	18.99	23.23	27.72
偿债能力					
资产负债率(%)	23.27	48.65	32.97	28.03	22.94
净负债比率(%)	5.35	31.41	58.45	45.45	28.44
流动比率	2.68	1.12	1.90	2.49	3.57
速动比率	2.57	1.09	1.84	2.41	3.44
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.35	0.37	0.46	0.51
应收账款周转率	2.24	2.36	3.26	5.64	5.75
应付账款周转率	1.74	1.75	2.23	4.18	4.08
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.59	0.76	0.94	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.24	(0.57)	0.90	1.06
每股净资产(最新摊薄)	4.34	4.96	5.77	6.67	7.79
估值比率					
PE(倍)	49.74	36.69	28.62	23.13	18.66
PB(倍)	4.99	4.36	3.75	3.25	2.78
EV_EBITDA(倍)	33.95	25.57	19.87	16.17	13.47

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

电子邮件: ht-rd@htsc.com