

碧水源 (300070.SZ)

环保设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

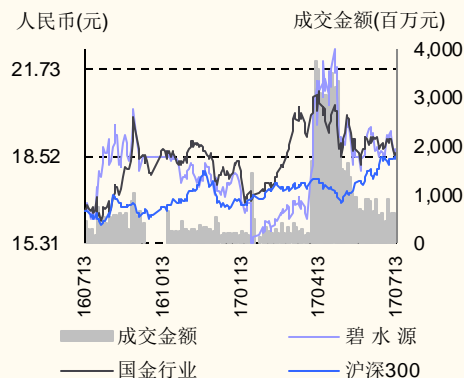
市场价格(人民币)：18.50元

业绩符合预期，下半年 PPP 将发力

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)	1,921.01
总市值(百万元)	57,973.21
年内股价最高最低(元)	22.48/15.31
沪深 300 指数	3686.92



相关报告

1. 《拟收购光环境运营商，助力 PPP 业务拓展-碧水源公司点评》，2017.6.8
2. 《内生高增及现金流稳定，外延布局高景气危废-碧水源公司研究》，2017.6.7
3. 《一季报业绩靓丽，全年有望受益水处理提标-碧水源公司点评》，2017.4.28
4. 《订单规模持续高增，白洋淀有望助力 17 年腾飞-碧水源公司点评》，2017.4.13
5. 《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

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.108	0.590	0.832	1.026	1.226
每股净资产(元)	11.04	4.96	5.67	6.53	7.53
每股经营性现金流(元)	1.10	0.24	0.87	1.35	1.52
市盈率(倍)	46.74	29.68	22.23	18.03	15.09
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%	41.30%	23.29%	19.47%
净资产收益率(%)	10.03%	11.89%	14.72%	15.76%	16.30%
总股本(百万股)	1,229.46	3,126.86	3,133.69	3,133.69	3,133.69

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公布 2017 年半年业绩预告，预计归属净利润 4.99~5.53 亿元，同比增长 85%-105%。

分析

- 中报业绩符合预期，土建+投资收益增厚利润。公司上半年获取非经常性损益金额约为 1.84 ~ 2.04 亿元，扣非后净利润预计为 2.95~3.69 亿元，同比增长 10%~38%。具体来看，二季度增速放缓，但订单量获取保持高速，增长至 200 亿：一季度扣非净利为 8563.53 万元，同比增长 150%；二季度收购良业环境后，原持有良业的 10%股权按照公允价值重新确认投资收益（约 5000 万），因此二季度扣非后增长-6%~17%。从订单量来看，上半年共获取订单 200 亿，其中一季度获取约 108 亿。上半年 PPP 项目落地加速，因毛利率较低的土建工程结算项目增多，扣非后净利润增速放缓。但从历年看，公司上半年利润占比全年份额小（16 年 H1 净利润占比仅占 20%），考虑到在手订单 420 亿，因此全年业绩增长无忧。
- 上半年订单合计 200 亿，订单向龙头靠拢，PPP 带动全年增长。公司上半年新增 EPC 和 PPP 订单合计约 200 亿元（与 16 年全年水平相当），其中 60%是污水处理及膜相关业务，40%是低毛利的土建工程订单。财政部 50、87 号文对合规 PPP 项目影响有限，且市场资金面紧张得以缓解。国开系是公司第三大股东，公司资金成本低于市场。加之碧水源已成为中关村及业内的著名品牌及创新引领者，多因素协同助力公司优质 PPP 项目拓展（IRR 高于 6.2%）。
- 收购光环境运营商及定州唯一危废企业，多领域布局开启。公司 6 月 7 日收购优质标的良业环境，增加公司在生态照明领域的业务。另一方面，良业环境在旅游景区光环境领域拥有个项目经验，后期有望助力公司开拓特色小镇、城市景观、旅游等 PPP 项目的承接。6 月 2 日公告拟作价 7500 万元收购冀环公司、定州京城环保 100%股权；通过外延并购迅速获取危废牌照。经统计冀环公司拥有 13 类国家危废名录中的危废；而定州京城环保拥有危废等焚烧处置规模约 9500 吨/年，到 2020 年有望扩充至 2.9 万吨/年，预计每年贡献利润合计约 2500 万元。从战略角度看，公司从水环境拓展至工业节能和城市环境市场，环保综合竞争力得以提升。

投资建议

- 公司作为水治理龙头企业，看好在技术、资金、拿单能力等方面的绝对优势。股权激励方案提供安全边际，订单营收比 4:1 业绩 30%增长可期。预计 2017-19 年 EPS 为 0.83、1.03、1.23 元/股，PE 为 22X、18X、15X，维持“买入”评级。我们给予公司未来 6-12 个月 25 元目标价。

风险提示

- PPP 落地不及预期；市场竞争加剧风险；应收账款高等。

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	13,803	19,403	24,222
增长率		51.2%	70.5%	55.2%	40.6%	24.8%
主营业务成本	-2,099	-3,066	-6,101	-9,835	-14,077	-17,604
%销售收入	60.9%	58.8%	68.6%	71.2%	72.6%	72.7%
毛利	1,350	2,149	2,791	3,969	5,326	6,618
%销售收入	39.1%	41.2%	31.4%	28.8%	27.4%	27.3%
营业税金及附加	-58	-82	-51	-138	-155	-194
%销售收入	1.7%	1.6%	0.6%	1.0%	0.8%	0.8%
营业费用	-61	-127	-147	-253	-349	-431
%销售收入	1.8%	2.4%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-201	-287	-409	-636	-887	-1,102
%销售收入	5.8%	5.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	1,029	1,652	2,184	2,942	3,934	4,891
%销售收入	29.8%	31.7%	24.6%	21.3%	20.3%	20.2%
财务费用	-101	-47	-84	-104	-232	-412
%销售收入	2.9%	0.9%	0.9%	0.8%	1.2%	1.7%
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	300	160	140
%税前利润	27.1%	12.8%	11.8%	9.5%	4.1%	3.0%
营业利润	1,162	1,687	2,213	3,138	3,863	4,619
营业利润率	33.7%	32.4%	24.9%	22.7%	19.9%	19.1%
营业外收支	13	8	22	20	20	20
税前利润	1,175	1,695	2,235	3,158	3,883	4,639
利润率	34.1%	32.5%	25.1%	22.9%	20.0%	19.2%
所得税	-161	-238	-385	-545	-660	-789
所得税率	13.7%	14.0%	17.2%	17.3%	17.0%	17.0%
净利润	1,014	1,457	1,850	2,613	3,222	3,850
少数股东损益	73	96	4	5	7	9
归属于母公司的净利润	941	1,362	1,846	2,608	3,215	3,841
净利率	27.3%	26.1%	20.8%	18.9%	16.6%	15.9%

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	2,613	3,222	3,850
少数股东损益	73	96	4	5	7	9
非现金支出	133	197	239	120	180	240
非经营收益	-219	-170	-198	-12	250	400
营运资金变动	-147	-126	-1,141	10	560	247
经营活动现金净流	781	1,358	750	2,730	4,213	4,738
资本开支	-1,019	-3,258	-3,718	-6,948	-7,784	-8,285
投资	-114	-342	-1,111	3,274	0	0
其他	376	-155	-9	300	160	140
投资活动现金净流	-758	-3,756	-4,838	-3,374	-7,624	-8,145
股权募资	92	6,343	811	0	0	0
债权募资	257	-781	7,201	3,037	1,971	2,322
其他	-168	-241	-1,663	-715	-961	-1,248
筹资活动现金净流	181	5,321	6,348	2,322	1,010	1,074
现金净流量	205	2,923	2,260	1,678	-2,401	-2,333

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	10,734	8,333	6,000
应收款项	1,756	2,839	4,831	6,149	8,696	10,857
存货	275	346	431	701	1,014	1,278
其他流动资产	203	276	1,094	1,590	1,716	1,945
流动资产	4,629	8,761	15,412	19,174	19,760	20,080
%总资产	43.9%	47.6%	48.5%	49.0%	41.7%	36.0%
长期投资	4,129	4,780	5,784	2,509	2,509	2,509
固定资产	385	430	495	1,440	1,857	2,052
%总资产	3.7%	2.3%	1.6%	3.7%	3.9%	3.7%
无形资产	1,363	4,365	10,000	15,917	23,124	30,993
非流动资产	5,907	9,628	16,395	19,970	27,594	35,659
%总资产	56.1%	52.4%	51.5%	51.0%	58.3%	64.0%
资产总计	10,536	18,389	31,806	39,144	47,354	55,739
短期借款	960	211	3,392	930	900	3,221
应付款项	1,659	2,341	5,738	6,902	9,825	12,188
其他流动负债	405	718	4,609	5,538	6,162	6,700
流动负债	3,023	3,270	13,739	13,370	16,888	22,109
长期贷款	50	18	1,467	5,467	7,467	7,467
其他长期负债	1,012	992	266	1,766	1,768	1,769
负债	4,085	4,279	15,472	20,603	26,122	31,345
普通股股东权益	6,078	13,574	15,521	17,723	20,406	23,560
少数股东权益	372	535	813	818	825	834
负债股东权益合计	10,536	18,389	31,806	39,144	47,354	55,739

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.874	1.108	0.590	0.832	1.026	1.226
每股净资产	5.644	11.041	4.964	5.668	6.526	7.535
每股经营现金净流	0.726	1.105	0.240	0.873	1.347	1.515
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%	14.72%	15.76%	16.30%
总资产收益率	8.93%	7.41%	5.80%	6.66%	6.79%	6.89%
投入资本收益率	10.55%	9.30%	8.52%	9.20%	10.49%	11.09%
增长率						
主营业务收入增长率	10.08%	51.17%	70.54%	55.23%	40.57%	24.84%
EBIT增长率	15.01%	60.54%	32.17%	34.69%	33.74%	24.32%
净利润增长率	12.01%	44.74%	35.55%	41.30%	23.29%	19.47%
总资产增长率	29.55%	74.54%	72.97%	23.07%	20.97%	17.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	153.7	146.7	139.5	138.0	139.0	139.0
存货周转天数	40.7	37.0	23.2	26.0	26.3	26.5
应付账款周转天数	212.3	209.6	208.6	209.0	208.0	206.0
固定资产周转天数	32.3	28.0	16.5	14.4	14.4	11.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.27%	-29.44%	-25.70%	-15.30%	7.23%	25.37%
EBIT利息保障倍数	10.2	34.8	25.9	28.3	17.0	11.9
资产负债率	38.78%	23.27%	48.65%	52.63%	55.16%	56.24%

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	1	1	1	1	15
增持	1	1	1	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.50	1.50	1.17

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。

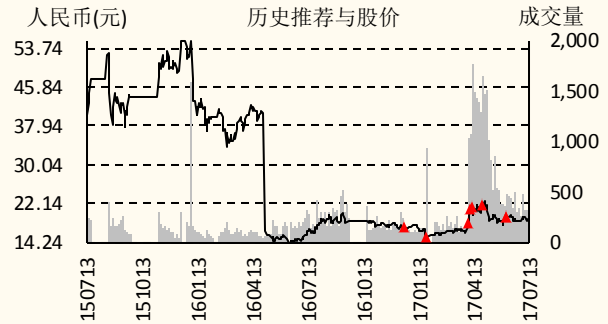
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-12-22	买入	17.39	22.00~25.00
2	2017-01-25	买入	15.35	19.00~20.00
3	2017-04-06	买入	17.84	N/A
4	2017-04-10	买入	20.02	N/A
5	2017-04-13	买入	19.65	N/A
6	2017-04-28	买入	21.11	N/A
7	2017-06-07	买入	18.60	22.00~25.00
8	2017-06-08	买入	19.25	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