

## 公用事业

2017年08月08日

## 碧水源 (300070)

——扣非后业绩略低于预期，看好下半年水环境治理市场

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年08月04日

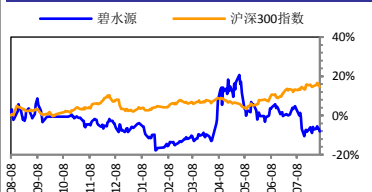
收盘价(元)	17.06
一年内最高/最低(元)	22.78/15.01
市净率	3.4
息率(分红/股价)	0.33
流通A股市值(百万元)	32773
上证指数/深证成指	3262.08 / 10361.23

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	5.08
资产负债率%	49.37
总股本/流通A股(百万)	3134/1921
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《碧水源(300070)点评：一季报业绩超预期，京津冀环境标准提升促成长》  
2017/04/27

《碧水源(300070)点评：年报业绩符合预期，未来受益于京津冀环境标准提升》  
2017/04/12

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
董宜安 A0230516050001  
dongya@swsresearch.com

## 研究支持

王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com  
高蕾 A0230116070004  
gaolei@swsresearch.com

## 联系人

高蕾  
(8621)23297818×7411  
gaolei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 公司发布 2017 年半年报。报告期内公司实现营业收入和净利润分别为 28.95 亿元和 5.34 亿元，同比增速分别为 23.34%和 97.73%，扣非后净利润 20%增长低于预期的 40%增长。

## 投资要点：

- 国家政策稳步实施，水处理市场龙头优先受益，业绩稳步增长。报告期公司实现营业收入和净利润分别为 28.95 亿元和 5.34 亿元，分别同比增长 23.34%和 97.73%，刨去投资收益影响之后（出售盈德气体股权以及分步合并良业导致投资收益期末数较期初数分别增加 1.85 亿元和 0.51 亿元，联营企业投资收益及 BT 投资收益 0.38 亿元，合计 2.74 亿元），净利润 3.22 亿元，同比增长 20.33%，低于预期的净利润 40%增长。
- 背靠国开行叠加自建银行资源，投资联动，为 PPP 项目执行提供充足保障。公司是国内最早开展 PPP 模式公司之一，自 15 年国开行系成为碧水源第三大股东，已于湖南联合设立两个子公司，加上之前国开行提供的 200 亿授信，投资联动，提供充足资金保障。此外，2016 年 11 月 18 日，公司参股的 27%的中关村银行获批，外来有望为作为第二大股东的碧水源 PPP 项目提供融资支撑及金融创新方案，为公司 PPP 业务发展提供坚实的融资基础。2017 年上半年公司通过 PPP 模式几乎覆盖了全国的主要地区近二百个城市，快速增加了公司的市场份额。截止上半年在手订单充足，较上年同期有大幅度提升。公司新增订单 EPC105 个、BT2 个、BOT46 个。期末在手未确认收入 EPC 订单 101.82 亿元（上年 43.30 亿），尚未执行 BOT 订单 66.91 亿（上年 54.57 亿），处于施工期未完成投资 BOT175.12 亿元（上年 87.21 亿），处于运营期 BOT 的 1.90 亿（上年 4500 万）。
- 积极布局拓展技术应用领域，技术提升全面开拓水环境治理。公司利用 MBR 技术领先优势，积极开拓水环境治理。自主开发并规模化生产 DF 膜后，配合 MBR 现有技术改良，可利用“MBR+DF”方法将污水直接再生成为地表 II 类和 III 类水，为国家在京津冀地区的新区建设提供解决水危机的技术支持。此外，公司在 16 年 9 月，出资 575 万元增资控股中水润达，切入煤化工水处理领域，并利用自身开发的技术在工业污水处理、垃圾渗滤液处理、固废处理等领域均取得市场突破，积极拓展膜技术优势在多领域多场景的应用。膜产能提升，提前布局需求上升。增强型 PVDF 中空纤维微滤膜、中空纤维超滤膜、超低压选择性纳滤 DF 膜的年产能分别稳定在 600 万、400 万、300 万平方米（上年分别为 400 万、200 万、300 万），形成膜产品的系列化与规模化。
- 投资评级与估值：由于 16 年 H1 业绩基数相对较低，且全年占比小。我们维持公司 17-19 年净利润分别为 25.45、34.36、43.90 亿元，对应 17-19 年 EPS 为 0.81、1.10、1.41 元/股，对应 17、18 年 PE 为 21 倍和 16 倍。公司原有的碧水源模式地域扩张性强，现在有国开行背书的同时完善产业链，结合金融业务开展，未来 PPP 模式发展空间巨大，维持“买入”评级。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,892	2,895	12,796	17,522	22,723
同比增长率(%)	70.54	23.34	43.90	36.93	29.68
净利润(百万元)	1,846	534	2,545	3,436	4,390
同比增长率(%)	35.55	97.73	37.88	35.01	27.76
每股收益(元/股)	0.59	0.17	0.81	1.10	1.41
毛利率(%)	31.4	27.2	30.7	30.3	30.3
ROE(%)	11.9	3.3	14.1	16.0	17.0
市盈率	29		21	16	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

**表 1：公司盈利预测（单位：百万元，元/股）**

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	3,133	3,449	5,214	8,892	12,796	17,522	22,723
二、营业总成本	2,340	2,605	3,744	6,944	9,958	13,576	17,587
其中：营业成本	1,968	2,099	3,066	6,101	8,867	12,210	15,843
营业税金及附加	82	58	82	51	73	101	130
销售费用	37	61	127	147	212	290	376
管理费用	152	201	287	409	589	806	1,045
财务费用	51	101	47	84	65	72	64
资产减值损失	51	84	135	151	152	98	128
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	227	318	217	264	250	250	250
三、营业利润	1,020	1,162	1,687	2,213	3,087	4,197	5,386
加：营业外收入	21	15	10	27	27	27	27
减：营业外支出	1	2	2	5	5	5	5
四、利润总额	1,040	1,175	1,695	2,235	3,110	4,219	5,408
减：所得税	124	161	238	385	559	776	1,008
五、净利润	916	1,014	1,457	1,850	2,551	3,443	4,400
少数股东损益	100	73	96	4	5	7	9
归属于母公司所有者的净利润	816	941	1,362	1,846	2,545	3,436	4,390
六、基本每股收益	0.95	0.88	1.21	n.a.	0.81	1.10	1.41
全面摊薄每股收益	0.26	0.30	0.44	0.59	0.81	1.10	1.41

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。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。