

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 15.14
合理价格区间(元): 21.28~23.52

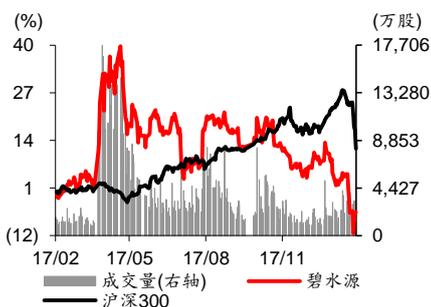
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1《碧水源(300070,买入): 环保综合平台战略持续推进》2017.12
- 2《碧水源(300070,买入): 订单落地, 前三季度业绩增长稳健》2017.10
- 3《碧水源(300070,买入): 上半年业绩高速增长, 现金流稳健》2017.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

订单快速增长, 龙头地位凸显

碧水源(300070)

看好未来发展, 维持买入评级

我们看好碧水源的投资机会, 主要基于: 1) PPP 规范化发展及融资环境趋紧的背景下, 项目质量高、资产负债表质量高的企业有望提升市场占有率; 2) 公司订单快速增长, 在手订单充裕, 有利于未来 2 年业绩快速增长; 3) 雄安新区污水处理标准可能更高, 公司 DF 膜优势明显。我们维持买入评级, 目标价 21.28-23.52 元/股 (对应 2018 年 19-21x P/E)。

项目质量高+负债率健康, 巩固龙头地位

此外, 2月6日财政部公布第四批 PPP 示范性项目, 共 396 个项目入库, 其中碧水源有 16 个项目, 投资总额高达 113 亿元, 数量和金额行业排名第一。本批示范项目审批严格, 项目数量比上批减少 120 个, 反映出公司在手项目质量较高。且公司 17Q3 资产负债率仅为 51%, 低于同行业主要竞争对手 (东方园林 66%, 铁汉生态 65%, 博世科 64%), 资产负债表质量优于同行。在当前 PPP 政策规范化和利率处于高位的背景下, 公司依托手中大量优质订单和健康的资产负债表, 有望逆势扩张, 实现市场占有率提升, 巩固公司龙头地位。

订单快速增长, 助力长远发展

根据公司 2016 年 10 月公告, 2016 年碧水源全年新增订单为 220 亿元左右, 而截至 2017 年 10 月公司 17 年新增订单已经超过 400 亿元, 我们预计, 2017 年新增订单估计实现翻倍增长。2018 年 2 月 9 日公司力压首创股份、国祯环保、北控水务等竞争对手, 预中标扬中水环境综合治理项目, 投资金额高达 48 亿元。公司在手订单充裕, 主要包括水厂、黑臭水体治理等订单, 订单质量高, 有利于未来 18-19 年收入高速增长。

入驻雄安新区, 紧盯示范工程

2018 年年初, 碧水源作为首批 12 家中关村企业之一, 与雄安新区签署战略合作框架协议, 率先入驻雄安中关村科技产业基地。2018 年 1 月 22 日, 碧水源合资设立的子公司“雄安碧水源顺泽科技有限公司”获得核准, 碧水源正在加快落地污水深度处理与资源化示范工程。由于雄安新区意义重大, 我们判断其示范项目标准有望高于全国平均。官网显示, 公司的 DF 膜技术领先, 出水水质可达地表水 II 类以上, 助力公司抢占雄安示范工程。

兜底增持承诺彰显公司信心, 上调 2018-19 年盈利预测

2018 年 2 月 9 日实际控制人文剑平倡议公司员工增持碧水源股票, 承诺若公司员工在 2018 年 2 月 9 日至 2018 年 2 月 28 日净买入的公司股票, 若连续持有一年后股价低于增持期间股票买入均价, 则文剑平对亏损部分予以全额补偿, 我们认为兜底增持体现了大股东对于公司的坚定信心。因为受 PPP 政策收紧影响, 我们轻微把 17 年每股收益由 0.83 元下调到 0.80 元。由于公司在手订单优质且充沛, 把 2018-19 年的每股收益由 1.05/1.40 元上调为 1.12/1.47 元, 参考可比公司平均估值水平, 给予 2018 年 19-21x 目标 P/E, 目标价 21.28-23.52 元, 维持买入评级。

风险提示: 应收账款增大风险; PPP 项目进度不及预期; 毛利率降低风险。

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	12,041	18,375	23,976
+/-%	51.17	70.54	35.41	52.60	30.48
归属母公司净利润 (百万元)	1,362	1,846	2,519	3,522	4,611
+/-%	44.74	35.55	36.48	39.81	30.91
EPS (元, 最新摊薄)	0.43	0.59	0.80	1.12	1.47
PE (倍)	34.84	25.70	18.83	13.47	10.29

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,134
流通 A 股 (百万股)	1,921
52 周内股价区间 (元)	14.22-22.48
总市值 (百万元)	47,444
总资产 (百万元)	36,338
每股净资产 (元)	5.19

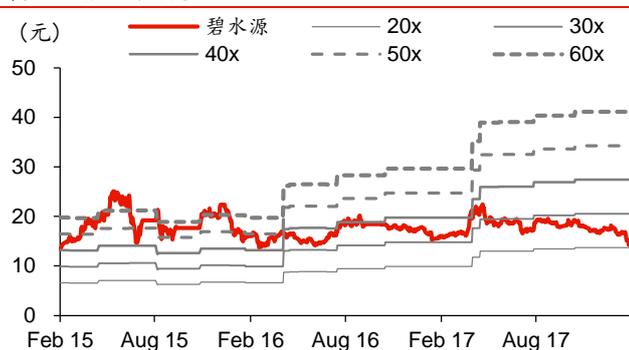
资料来源: 公司公告

图表1：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
		2018/2/9	2018/2/9	17E	18E	17E	18E	17E	18E 来源
铁汉生态	300197.SZ	9.59	14,573	17	12	2	2	14%	17% Wind
东方园林	002310.SZ	17.25	46,278	22	14	4	3	19%	22% Wind
万邦达	300055.SZ	15.25	13,194	33	22	2	2	7%	9% Wind
博世科	300422.SZ	12.78	4,551	30	15	4	3	13%	21% 华泰
国祯环保	300388.SZ	19.54	5,973	34	28	3	3	10%	10% 华泰
博天环境	603603.SH	26.21	10,484	44	36	8	7	19%	19% Wind
平均值			15,842	30	21	4	3	14%	17%
中位数			11,839	31	19	4	3	14%	18%
碧水源	300070.SZ	15.14	47,444	18	14	3	2	15%	16% 华泰

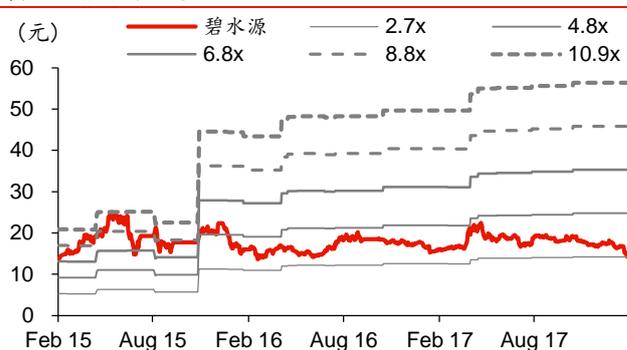
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：碧水源历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：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	15,587	21,377	27,266
现金	5,300	9,056	5,128	6,807	8,475
应收账款	2,565	4,232	7,258	10,069	13,138
其他应收账款	255.33	569.86	989.70	1,510	1,971
预付账款	219.19	404.03	669.09	1,029	1,338
存货	345.88	430.75	574.75	883.91	1,149
其他流动资产	75.52	719.41	967.00	1,078	1,196
非流动资产	9,628	16,395	22,532	28,111	35,295
长期投资	1,891	2,338	4,000	4,800	5,280
固定投资	399.80	400.88	(222.61)	(1,226)	(1,758)
无形资产	4,323	9,933	21,204	26,755	32,194
其他非流动资产	3,014	3,723	(2,450)	(2,218)	(421.05)
资产总计	18,389	31,806	38,119	49,487	62,561
流动负债	3,270	13,739	16,152	24,026	30,995
短期借款	211.20	5,979	6,021	9,188	11,988
应付账款	2,028	4,946	6,691	10,290	13,380
其他流动负债	1,031	2,814	3,440	4,548	5,627
非流动负债	1,009	1,733	3,277	3,482	5,301
长期借款	17.70	1,467	3,010	3,216	5,035
其他非流动负债	991.60	266.28	266.28	266.28	266.28
负债合计	4,279	15,472	19,429	27,508	36,296
少数股东权益	535.35	812.99	818.40	825.98	835.89
股本	1,229	3,127	3,134	3,134	3,134
资本公积	8,147	6,682	6,682	6,682	6,682
留存公积	4,085	5,807	8,056	11,339	15,614
归属母公司股	13,574	15,521	17,871	21,154	25,430
负债和股东权益	18,389	31,806	38,119	49,487	62,561

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	995.04	4,828	5,451
净利润	1,362	1,846	2,519	3,522	4,611
折旧摊销	62.92	89.87	338.23	444.83	491.16
财务费用	47.50	84.35	275.12	451.45	597.86
投资损失	(217.46)	(263.84)	(410.82)	(193.52)	(205.50)
营运资金变动	(169.58)	(1,172)	(1,488)	688.77	50.02
其他经营现金	274.15	167.86	(238.85)	(85.83)	(92.83)
投资活动现金	(3,756)	(4,838)	(6,065)	(5,830)	(7,470)
资本支出	3,258	3,719	6,021	6,431	7,193
长期投资	342.41	1,057	1,662	800.00	480.00
其他投资现金	155.18	62.22	(1,618)	(1,401)	(202.45)
筹资活动现金	5,321	6,335	1,142	2,681	3,687
短期借款	(748.30)	5,767	42.04	3,167	2,800
长期借款	(32.30)	1,449	1,543	205.33	1,819
普通股增加	152.52	1,897	6.83	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)	(1,314)	(450.60)	(690.95)	(932.71)
现金净增加额	2,924	2,249	(3,928)	1,679	1,668

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,214	8,892	12,041	18,375	23,976
营业成本	3,066	6,101	8,141	12,520	16,279
营业税金及附加	81.51	51.01	69.07	105.40	137.53
营业费用	127.30	147.04	240.83	330.76	407.59
管理费用	287.34	409.11	517.87	735.01	959.04
财务费用	47.50	84.35	275.12	451.45	597.86
资产减值损失	135.02	150.90	180.62	183.75	239.76
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	410.82	193.52	205.50
营业利润	1,687	2,213	3,028	4,243	5,561
营业外收入	9.85	27.37	27.37	27.37	27.37
营业外支出	2.10	4.99	5.24	5.51	5.78
利润总额	1,695	2,235	3,050	4,265	5,583
所得税	237.64	385.25	525.78	735.11	962.32
净利润	1,457	1,850	2,524	3,530	4,620
少数股东损益	95.72	3.97	5.42	7.57	9.91
归属母公司净利润	1,362	1,846	2,519	3,522	4,611
EBITDA	1,714	2,272	3,409	5,128	6,683
EPS (元, 基本)	0.43	0.59	0.80	1.12	1.47

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	35.41	52.60	30.48
营业利润	45.22	31.13	36.86	40.11	31.07
归属母公司净利润	44.74	35.55	36.48	39.81	30.91
获利能力 (%)					
毛利率	41.20	31.39	32.39	31.87	32.10
净利率	26.11	20.76	20.92	19.17	19.23
ROE	13.86	12.69	15.09	18.05	19.79
ROIC	20.06	15.14	13.65	15.74	16.77
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.27	48.65	50.97	55.58	58.02
净负债比率 (%)	5.35	54.03	51.18	48.41	49.42
流动比率	2.68	1.12	0.97	0.89	0.88
速动比率	2.57	1.09	0.93	0.85	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.35	0.34	0.42	0.43
应收账款周转率	2.49	2.62	2.10	2.12	2.07
应付账款周转率	1.74	1.75	1.40	1.47	1.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.59	0.80	1.12	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.24	0.32	1.54	1.74
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.95	5.70	6.75	8.11
估值比率					
PE (倍)	34.84	25.70	18.83	13.47	10.29
PB (倍)	3.50	3.06	2.65	2.24	1.87
EV_EBITDA (倍)	27.68	20.88	13.92	9.25	7.10

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、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，需在允许的范围内使用，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：A0K809

©版权所有 2018 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

电子邮件：ht-rd@htsc.com

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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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