

碧水源 (300070)

PPP加速落地，业绩持续高增可期

推荐（维持）

现价：16.66元

主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.originwater.com
大股东	文剑平/22.90%
实际控制人	文剑平
总股本(百万股)	3,134
流通A股(百万股)	1,921
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	522.07
流通A股市值(亿元)	320.04
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	56.40

行情走势图



相关研究报告

- 《碧水源*300070*订单加速落地，环保综合平台逐渐成型》 2018-01-28
- 《碧水源*300070*核心膜产品高增长盈利强，延伸产业链拓空间筑平台》 2017-08-08
- 《碧水源*300070*业绩略低预期，PPP订单获取加速，奠定未来高成长基础》 2017-07-14

证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

研究助理

庞文亮 一般从业资格编号
S1060116090012
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO
M.CN

投资要点

事项：

碧水源披露年报：2017年实现收入137.7亿元，同比增长54.8%；归母净利润25.1亿元，同比增长36.0%；每股收益0.80元，每股净资产5.77元。拟每10股派发现金股利0.90元（含税）。综合来看，公司业绩符合预期。

平安观点：

- PPP驱动公司营收快速增长，收购公司超额完成业绩承诺：**2017年公司实现营收137.67亿元，同比增长54.82%，第四季度收入83.6亿元，同比增长47.02%，环比增长232.97%。其中，水务类业务合计实现营收124.12亿元，同比增长43.34%，贡献主要收入增量，主要是公司PPP订单大幅增长持续贡献收入所致。目前公司PPP订单获取加速，收入仍将保持快速增长。2017年公司实现归母净利润25.09亿元，同比增长35.95%，其中久安集团实现净利润6.57亿元，业绩承诺完成率超250%，北京良业环境实现净利润3.50亿元，业绩承诺完成率超200%。
- 毛利率下降为行业特性，现金流大幅好转：**2017年公司毛利率和净利率分别为28.96%、18.82%，同比下降2.43、1.98个百分点，主要是公司黑臭水体等水系类订单大幅增长，此类业务毛利率较低所致。费用方面2017年财务费用3.63亿元，同比增长330.85%，主要是PPP体量变大，投入资金变多，导致银行借款增加所致。2017年公司经营活动现金流入115.05亿元，同比增长72.50%，经营活动现金流量净额25.14亿元，同比增长234.38%，现金流出现大幅好转，在PPP类公司中处于极优水平。
- PPP加速落地，业绩增长有保障：**2017年全年公司中标PPP订单约364亿元，远超16年全年196亿元水平，其中，四季度新增约140亿元，订单落地呈加速趋势；全年中标总订单约（剔除PPP和EPC中重复）500亿元左右，远超16年全年240亿元水平。2018年一季度，公司中标总订单金额超100亿元，订单延续高增长态势。PPP订单中水系治理订单占比

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,892	13,767	19,437	26,867	34,728
YoY(%)	70.5	54.8	41.2	38.2	29.3
净利润(百万元)	1,846	2,509	3,200	3,988	4,853
YoY(%)	35.5	36.0	27.5	24.6	21.7
毛利率(%)	31.4	29.0	26.9	23.8	22.2
净利率(%)	20.8	18.2	16.5	14.8	14.0
ROE(%)	11.3	13.0	14.4	15.4	15.9
EPS(摊薄/元)	0.59	0.80	1.02	1.27	1.55
P/E(倍)	28.3	20.8	16.3	13.1	10.8
P/B(倍)	3.4	2.9	2.5	2.1	1.8

50%左右，黑臭水体等水系治理仍是民众最为关心的环境问题，政府将持续发力，公司业绩增长有保障。另外，2017年公司投标保证金6.73亿元，同比增长73.49%，在一定程度上预示公司PPP订单将加速落地。

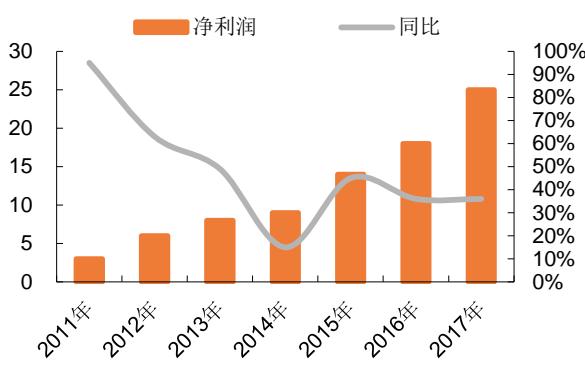
- **多点布局，环保平台战略持续推进：**2017年，公司进行了多项收购，收购PE多在10倍左右。其中，以7500万元收购冀环公司与定州京城环保100%股权，进军危废领域；以8.49亿元收购良业环境70%股权，进军光环境业务；与关联方西藏必兴以现金7.41亿元增资生态养殖企业德青源，加码农村环境治理。公司在原有业务基础上不断扩宽产业布局，致力于打造综合环境服务平台，增强公司竞争实力。
- **盈利预测与估值：**根据公司最新经营情况以及PPP政策最新变化，我们调整公司2018-2020年EPS预测分别为1.02、1.27、1.55元(前值2018年1.05、2019年1.36元)，同比分别增长27.5%、24.6%、21.7%，对应PE分别为16.3、13.1、10.8。考虑到公司PPP订单获取速度加快，环保综合平台逐渐成型，目前估值处于较低水平。综合来看，我们维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) PPP项目建设进度低于预期。2017年底，受PPP清理影响，部分银行对PPP项目贷款审批趋严，在一定程度上会对PPP项目建设进度产生影响，进而影响公司业绩；2) 利率上行风险。PPP项目需投入大量资金，目前贷款利率上行可能对上市公司现金流产生较大影响，进而影响公司市场开拓；3) PPP政策变化风险。目前公司业绩增长主要以PPP驱动，因此PPP政策变化可能对公司产生较大影响；4) PPP质量下降风险。

图表1 公司历年营业收入及同比 单位：亿元



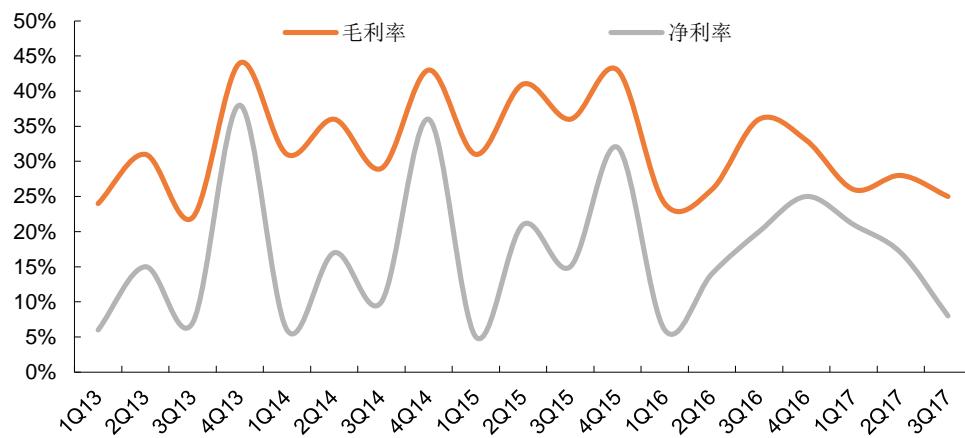
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表2 公司历年净利润及同比 单位：亿元



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表3 公司各个季度毛利率及净利率



资料来源:wind、平安证券研究所

图表4 2017年公司EPC+BT类订单快速增长

EPC + BT	新增订单						确认收入订单		期末在手订单	
	数 量	金额 (万元)	已签订合同		尚未签订合同		数 量	金额 (万元)	数 量	未确认 收入 (万元)
			数 量	金额 (万元)	数 量	金额 (万元)				
2016	107	1400760	100	1271935	7	128825	150	847613	105	690768
2017	176	3209864	166	2990242	10	219622	211	1463539	207	2217450

资料来源:公司订单、平安证券研究所

图表5 2017年公司BOT+TOT类订单快速增长

BOT+TOT	新增订单					尚未执行订单		处于施工期订单			处于运营期订单		
	数量	投资(万元)	已签订合同		尚未签合同		数量	投资额(万元)	数量	本期完成投资额(万元)	未完成投资额(万元)	数量	运营收入(万元)
			数量	投资(万元)	数量	投资(万元)							
2016	46	1955868	39	1589859	7	366009	7	366009	63	320488	1554540	21	24644
2017	68	3637188	63	3480152	5	157036	5	157036	115	874007	4160684	26	57668

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 2017年公司投标保证金快速增长

	其他应收款(亿元)	保证金(亿元)	保证金占比
2016	5.70	3.88	68.03%
2017	10.62	6.73	63.33%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产				
现金	15160	15231	17378	23101
应收账款	6132	4625	5363	9148
其他应收款	4580	5387	5807	7055
预付账款	1062	1368	1618	1855
存货	703	737	942	1042
其他流动资产	1285	1558	1854	2007
非流动资产				
长期投资	1399	1557	1794	1993
固定资产	30476	40482	51084	61718
无形资产	519	543	551	553
其他非流动资产	20812	30660	40458	50208
资产总计				
流动负债	4135	3749	4014	4317
短期借款	17090	22646	30019	40293
应付账款	3925	5500	6500	8000
其他流动负债	8302	12003	17241	24341
非流动负债				
长期借款	4863	5143	6278	7952
其他非流动负债	8666	10165	11681	12992
负债合计				
少数股东权益	8488	9991	11493	12795
股本	178	174	188	197
资本公积	25756	32811	41700	53285
留存收益	6835	6835	6835	6835
归属母公司股东权益				
负债和股东权益	8141	11108	14825	19342
现金流量表				
经营活动现金流				
净利润	2514	3570	8444	11066
折旧摊销	2591	3305	4119	5012
财务费用	216	211	268	325
投资损失	363	409	454	502
营运资金变动	-450	-300	-350	-400
其他经营活动现金流	-2203	-520	0	-580
投资活动现金流				
资本支出	-3250	-1407	-762	-1394
长期投资	7123	4867	2804	3269
其他投资现金流	1446	1575	1000	1500
筹资活动现金流				
短期借款	7021	1502	1502	1302
普通股增加	12	0	0	0
资本公积增加	154	0	0	0
其他筹资现金流	-1511	1790	302	466
现金净增加额				

利润表

单位: 百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入				
营业成本	13767	19437	26867	34728
营业税金及附加	9780	14213	20470	27028
营业费用	53	68	81	87
管理费用	231	272	336	399
财务费用	546	661	779	938
资产减值损失	363	409	454	502
公允价值变动收益	143	144	145	144
投资净收益	0	0	0	0
营业利润				
营业外收入	3121	3970	4952	6029
营业外支出	20	28	33	39
利润总额				
所得税	539	687	857	1043
净利润				
少数股东损益	2591	3305	4119	5012
归属母公司净利润				
EBITDA	82	105	130	159
EPS (元)	2509	3200	3988	4853
主要财务比率				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	-	-	-	-
营业利润(%)	54.8	41.2	38.2	29.3
归属于母公司净利润(%)	41.1	27.2	24.7	21.7
获利能力				
毛利率(%)	36.0	27.5	24.6	21.7
净利率(%)	29.0	26.9	23.8	22.2
ROE(%)	18.2	16.5	14.8	14.0
ROIC(%)	13.0	14.4	15.4	15.9
偿债能力				
资产负债率(%)	10.1	9.3	9.8	10.0
净负债比率(%)	56.4	58.9	60.9	62.8
流动比率	31.6	58.3	60.3	51.8
速动比率	0.9	0.7	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.5
应收账款周转率	0.8	0.6	0.5	0.5
应付账款周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.39	0.38	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.14	0.15	0.16
每股净资产(最新摊薄)	0.20	0.21	0.22	0.23
估值比率				
P/E	20.8	16.3	13.1	10.8
P/B	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	15.4	14.7	12.3	10.2

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流				
净利润	2514	3570	8444	11066
折旧摊销	2591	3305	4119	5012
财务费用	216	211	268	325
投资损失	363	409	454	502
营运资金变动	-450	-300	-350	-400
其他经营活动现金流	-2203	-520	0	-580
投资活动现金流				
资本支出	-3250	-1407	-762	-1394
长期投资	7123	4867	2804	3269
其他投资现金流	1446	1575	1000	1500
筹资活动现金流				
短期借款	7021	1502	1502	1302
普通股增加	12	0	0	0
资本公积增加	154	0	0	0
其他筹资现金流	-1511	1790	302	466
现金净增加额				

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100033
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	