

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

订单持续落地, 业绩持续增长可期

——碧水源(300070)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2018-04-20)

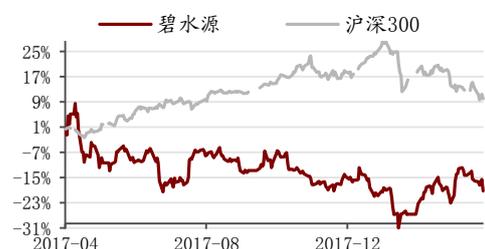
发布日期: 2018年04月23日

收盘价(元)	16.66
一年内最高/最低(元)	22.78/14.11
沪深300指数	3760.85
市净率(倍)	2.89
流通市值(亿元)	320.04

基础数据(2017-12-31)

每股净资产(元)	5.76
每股经营现金流(元)	0.80
毛利率(%)	28.96
净资产收益率_摊薄(%)	13.89
资产负债率(%)	56.44
总股本/流通股(万股)	313928.94/203561.7
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《碧水源(300070)季报点评: 增长质量不及预期, 期待第四季度改善》 2017-10-26
- 《碧水源(300070)中报点评: 膜法水处理龙头, 中期业绩增长稳健》 2017-08-10

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **内生+外延扩张促增长, 业绩增速符合预期。**公司发布17年年报, 公司营业总收入137.67亿元, 同比增长54.82%; 归属于上市公司股东净利润25.09亿元, 同比增长35.95%。公司在手订单持续落地以及收购良业环境的并表收益, 是业绩增长的直接原因。
- **核心业务快速增长, 城市光环境业务有望发挥协同效应。**17年, 环保整体解决方案业务实现营业收入88.03亿元, 同比增长95.74%, 增长主要原因为PPP项目落地带来的工程施工、膜材料销售等收入增加。另外, 公司于17年6月收购的良业环境全年实现营业收入11.02亿元, 净利润3.50亿元, 显著超过承诺利润, 业务协同效益明显。
- **期间费用增长迅速, 企业规模扩张的阶段性表现。**17年, 公司三项费用合计11.41亿元, 同比增长78.08%, 显著高于营业收入增速。销售费用快速增长, 受业务规模扩张带来的人员工资、差旅费及相应费用的增加以及良业环境销售费用的增长影响。财务费用迅速增长, 与PPP项目落地导致资金需求大增有关。考虑到18年在手项目落地情况, 预计三项费用仍将保持较快增速。
- **订单获取量上新高, 业绩具备向上弹性。**17年公司共获取特许经营订单363.72亿元, EPC订单320.98亿元, 相对于16年有较大幅度增长。92号文发布之后, PPP进入强监管期。公司暂未被清理出库的项目, 反映公司项目质量把控较好。公司建设工期在两年左右, 充裕的在手订单奠定企业业绩持续增长的基础。
- **维持公司“增持”投资评级。**预计公司18、19年全面摊薄EPS分别为1.08、1.33元, 按18年4月20日公司二级市场股价16.66元/股计算, 对应18、19年PE分别为15.4、12.5倍。考虑公司在手订单带来较大的业绩增长确定性、盈利质量的好转以及较低的估值水平, 维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示:**受银行对PPP贷款发放进度影响, 项目建设进度存在不及预期风险; 融资成本提升, 财务费用增加; 参与者较多, 竞争趋于激烈, 毛利率下降。

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,892.3	13,767.3	19,868.9	26,958.2	34,916.2
增长比率		70.5%	54.8%	44.3%	35.7%
净利润(百万元)	1,845.8	2,509.4	3,393.7	4,174.7	4,967.0
增长比率		35.5%	36.0%	35.2%	23.0%
每股收益(元)	0.59	0.80	1.08	1.33	1.58
市盈率(倍)	28.3	20.8	15.4	12.5	10.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

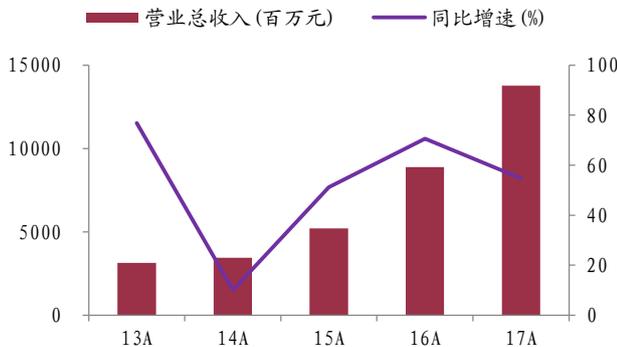
1. 事件

17年4月20日晚，公司发布17年年报：全年公司实现营业总收入137.67亿元，同比增长54.82%；归属于上市公司股东的净利润25.09亿元，同比增长35.95%；扣非后归属于上市公司股东净利润22.69亿元，同比增长25.03%；基本每股收益0.8元，每10股拟派发红利0.9元（含税）。

2. 点评

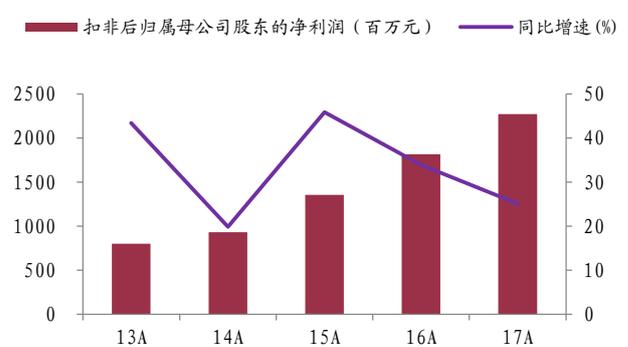
PPP项目订单持续兑现，内生+外延扩张促增长。公司作为国内膜法水处理细分行业龙头企业，在PPP项目领域持续快速拓展。17年公司营业总收入首次突破百亿元大关，达到137.67亿元，同比增长54.82%；归属于上市公司股东净利润25.09亿元，同比增长35.95%。公司牢牢把握住国内水环境治理的机遇，持续位于行业第一梯队，业绩获得持续增长。值得关注的是，17年，公司PPP订单获取方面再创佳绩，全年新增EPC订单320.99亿元、特许经营订单363.72亿元，均创历史新高水平。公司在手订单持续落地以及收购良业环境拓展城市光环境业务领域，是业绩增长的直接原因。公司致力于膜技术在国内市政污水处理、黑臭河治理、污水资源化领域应用，虽然目前体量已经较大，但是膜技术市场渗透率较低，仍存在较大的提升空间。考虑到公司期末在手订单量、18年以来订单获取速度、订单执行周期、经营活动现金流改善情况以及目前的融资环境等因素，预计公司18年业绩仍有望保持快速增长。

图 1：13—17 年公司营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 2：13-17 年公司扣非后归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

核心业务业绩兑现力度较大，城市光环境业务有望发挥协同效应。目前，公司主要业务涵盖四个方面：环保整体解决方案（以前的污水处理整体解决方案）、市政与给排水、城市光环境解决方案、净水器销售。其中，环保整体解决方案与市政与给排水业务合计收入占比九成以上。

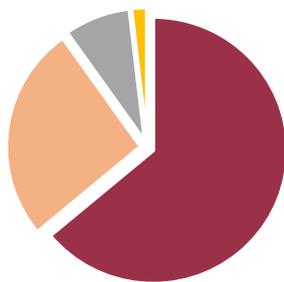
17年，环保整体解决方案业务实现营业收入88.03亿元，同比增长95.74%，营业收入占比63.94%。业务增长主要原因为PPP项目落地带来的工程施工、膜材料销售等收入增加。环保整体解决方案毛利率34.26%，同比下滑13.31个百分点。毛利率下降明显的主要原因为公司业务结构调整，低毛利率的土建业务从市政与给排水调整到环保整体解决方案中。另外，低毛利率的黑臭河治理业务占比提升及行业竞争的激烈也是毛利率下降的原因。

市政与给排水业务实现营业收入 36.09 亿元，同比下降 13.29%；毛利率 8.28%，同比下滑 4.69 个百分点。

城市光环境业务发展超预期。17 年 6 月，公司以 8.49 亿元收购良业环境 70% 股权，交易完成后，持有 80% 的良业环境股权。交易对方承诺 17—19 年，净利润不低于 1.65 亿元、2.06 亿元、2.58 亿元，三年合计净利润不低于 6.29 亿元。17 年良业环境实现营业收入 11.02 亿元，净利润 3.50 亿元，显著超过业绩承诺。良业环境在商业模式以及客户群体方面与公司存在很大的重叠性，能为已有客户提供更多的综合环境服务。从另一方面，也能够看出目前公司业务协同发展良好，后续有望持续完成业绩承诺。

图 3: 17 年公司主要业务营业收入(百万元)及占比(%)

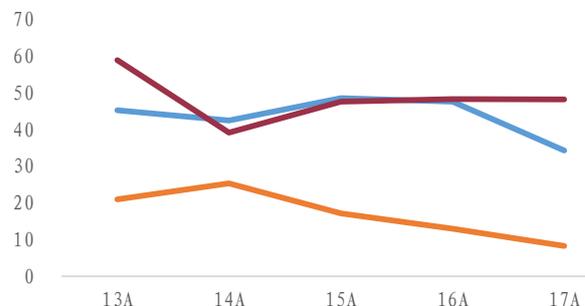
■ 环保整体解决方案 ■ 市政工程
■ 城市光环境解决方案 ■ 净水器



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 13-17 年公司主要业务毛利率情况(%)

— 环保整体解决方案 — 市政工程
— 城市光环境解决方案 — 净水器



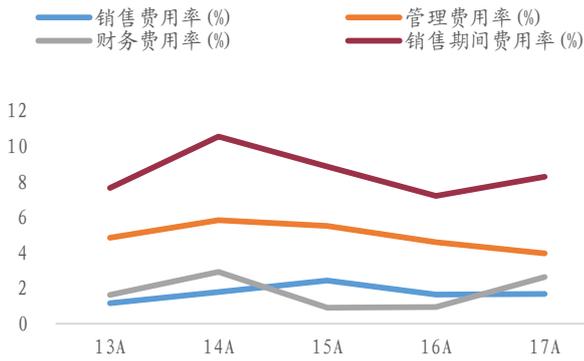
资料来源: Wind, 中原证券

注: 17 年公司污水处理整体解决方案业务更名为环保整体解决方案。

期间费用增长迅速，企业规模扩张的阶段性表现，预计 18 年费用率很难降低。17 年，公司三项费用合计 11.41 亿元，同比增长 78.08%，显著高于营业收入增速。其中，销售费用 2.31 亿元，同比增长 57.21%；管理费用 5.46 亿元，同比增长 33.47%；财务费用 3.63 亿元，同比增长 330.85%。销售费用快速增长，一方面原因为业务规模扩张带来的人员工资、销售人员差旅费及其他费用的扩张，另一方面，来自于并表的良业环境销售费用的增长。若剔除良业环境的影响，销售费用增长 22.78%，基本合理。

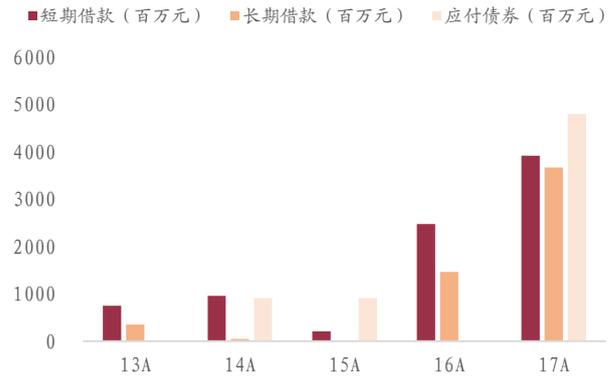
公司财务费用迅速增长，与 PPP 项目落地需要的资金规模扩张有关。公司负债扩张较为明显：17 年公司新增短期借款 14.46 亿元、长期借款 22.11 亿元、应付债券 48.10 亿元。其中，长期借款中占比最大的质押借款和信用借款利率范围在 2.32%-5.39%，发行的三期中票利率 4.83%-5.28%。在去杠杆的背景下，市场资金面普遍偏紧。17 年公司发行的三期中票利率呈现上升趋势，但整体来看，融资利率还算合理。考虑到 18 年在手项目落地情况，预计三项费用仍将保持较快增速。

图 5: 13-17 年公司期间费用变化情况



资料来源: Wind, 中原证券

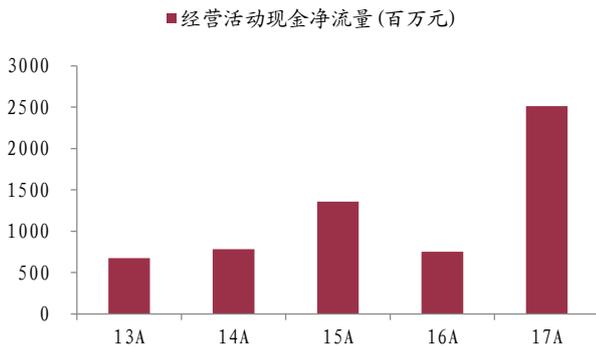
图 6: 公司短期、长期借款、应付债券余额均快速提升



资料来源: Wind, 中原证券

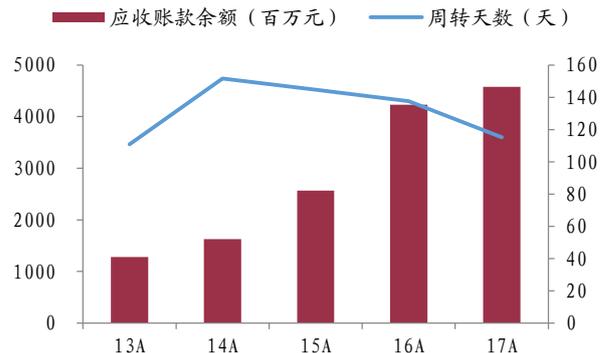
经营活动现金净流量明显好转, 盈利质量有所提高。17 年, 公司经营活动产生的现金净流量 25.14 亿元, 同比增长 234.38%, 扭转 16 年来下滑局面。这与公司回款速度增加和对上游的占款增加有关。17 年末, 公司应付账款余额 83.02 亿元, 同比增长 33.56 亿元, 显示对付款掌控能力的增强。

图 7: 17 年公司经营活动现金净流量出现快速增长



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 公司回款速度增加



资料来源: Wind, 中原证券

订单获取量上新台阶, 公司体量虽大, 业绩仍具备向上弹性。17 年作为城市黑臭水体治理的时间节点, 治理订单快速释放。公司作为水处理行业的领先企业, 17 年共获取特许经营订单 363.72 亿元, EPC 订单 320.98 亿元, 相对于 16 年均均有较大幅度增长。17 年末, 公司在手处于施工期未完成特许经营合同 416.07 亿元, 在手 EPC 订单 221.75 亿元。公司建设工期在两年左右, 充裕的在手订单奠定企业业绩增长基础。92 号文发布之后, PPP 迎来强监管期间。不符合 PPP 模式的项目均要被清理出去。目前公司暂未被清理出库的项目, 反映公司项目质量把控较好。18 年一季度, 随着公司 PPP 订单的逐步落地, 公司预计扣非后归母净利润 1.20-1.46 亿元, 同比增长 40-70%。公司订单执行力度良好。

表 1: 16 年来公司特许经营订单变化情况 (单位: 万元)

数	金额	新增订单		报告期尚未执行		报告期处于施工期订单		运营期订单	
		已签合同	未签合同	订单		完成	未完成	数	金额
量		数	金额	数	金额	数	金额	数	金额

	量	量	量	量	量	量	量	量	量	量	量	量	
2016A	46	1955868.06	39	1589858.65	7	366009.41	7	366009.41	63	320487.78	1554539.87	21	24644
2017AQ1	13	565561.39	5	311,438.04	8	254123.35	8	254,123.35	64	22535	1843422.91	21	5662
2017AQ1-2	28	1468903.1	15	777766	13	691137.1	14	702137.1	71	397799.66	1934506.21	23	19049.1
2017AQ1-3	48	2237180.17	29	1414823.51	19	822356.66	19	822356.66	84	441632.66	2527730.72	25	32860.2
2017A	68	3637187.78	63	3480151.78	5	157036	5	157036	115	874007.19	4160684.45	26	57667.62

资料来源：公司公告，中原证券

表 2：16 年来公司 EPC 订单变化情况（单位：万元）

	新增订单						报告期确认订单		期末在手订单	
	数量	金额	已签合同		未签合同		数量	金额	数量	金额
			数量	金额	数量	金额				
2016A	107	1400759.51	100	1271934.51	7	128825	150	847613.36	105	690767.56
2017AQ1	21	398363.78	11	68211.2	10	330152.58	84	107540.32	98	637458.2
2017AQ1-2	61	1120513.35	43	622065.04	18	498448.31	102	294645.72	119	1018186.88
2017AQ1-3	118	1924018.55	77	1074889.26	41	849129.29	122	555312.88	142	1210343.94
2017A	176	3209863.78	166	2990241.77	10	219622.01	211	1463539.09	207	2217450.24

资料来源：公司公告，中原证券

3. 盈利预测及估值

维持公司“增持”投资评级。预计公司 18、19 年全面摊薄 EPS 分别为 1.08、1.33 元，按 18 年 4 月 20 日公司二级市场股价 16.66 元/股计算，对应 18、19 年 PE 分别为 15.4、12.5 倍。公司估值伴随环保板块估值持续走低，目前处于历史偏低水平。考虑公司在手订单带来较大的业绩增长确定性、盈利质量的好转以及较低的估值水平，维持公司“增持”投资评级。

4. 风险提示

- 1) 受银行对 PPP 贷款发放进度影响，项目建设进度存在不及预期风险；
- 2) 融资成本提升，财务费用增加；
- 2) 参与者较多，竞争趋于激烈，毛利率下降。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,892.3	13,767.3	19,868.9	26,958.2	34,916.2	成长性					
减: 营业成本	6,101.1	9,779.7	14,206.3	19,382.9	25,307.3	营业收入增长率	70.5%	54.8%	44.3%	35.7%	29.5%
营业税费	51.0	52.7	75.5	102.4	132.7	营业利润增长率	31.1%	41.1%	34.7%	23.1%	19.0%
销售费用	147.0	231.2	333.8	452.9	586.6	净利润增长率	35.5%	36.0%	35.2%	23.0%	19.0%
管理费用	409.1	546.0	794.8	1,078.3	1,396.6	EBITDA 增长率	32.8%	54.1%	56.8%	33.1%	25.7%
财务费用	84.3	363.4	453.4	966.3	1,533.6	EBIT 增长率	32.4%	50.8%	34.5%	31.8%	25.3%
资产减值损失	150.9	142.9	150.0	150.0	150.0	NOPLAT 增长率	27.4%	51.7%	34.0%	31.8%	25.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.2%	169.8%	57.2%	35.2%	27.3%
投资和汇兑收益	263.8	450.1	350.0	350.0	350.0	净资产增长率	15.8%	21.7%	16.1%	16.8%	17.1%
营业利润	2,212.6	3,121.2	4,205.2	5,175.3	6,159.5	利润率					
加: 营业外净收支	22.4	9.2	10.0	10.0	10.0	毛利率	31.4%	29.0%	28.5%	28.1%	27.5%
利润总额	2,235.0	3,130.4	4,215.2	5,185.3	6,169.5	营业利润率	24.9%	22.7%	21.2%	19.2%	17.6%
减: 所得税	385.3	539.1	716.6	881.5	1,048.8	净利润率	20.8%	18.2%	17.1%	15.5%	14.2%
净利润	1,845.8	2,509.4	3,393.7	4,174.7	4,967.0	EBITDA/营业收入	26.8%	26.7%	29.0%	28.4%	27.6%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	25.8%	25.2%	23.4%	22.8%	22.0%
货币资金	9,056.2	6,131.7	8,849.6	12,007.2	15,551.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	16	12	11	11	11
应收帐款	4,801.4	5,642.3	9,259.4	10,959.2	15,227.9	流动营业资本周转天数	-73	-106	-55	-16	9
应收票据	29.7	52.0	58.4	91.4	102.6	流动资产周转天数	489	400	338	344	351
预付帐款	404.0	702.7	904.9	1,288.6	1,575.4	应收帐款周转天数	154	137	135	135	135
存货	430.8	1,284.6	1,240.9	2,528.0	3,095.9	存货周转天数	16	22	23	25	29
其他流动资产	689.7	1,347.1	1,886.0	2,451.8	3,187.3	总资产周转天数	1,016	1,013	991	973	950
可供出售金融资产	937.4	604.1	604.1	604.1	604.1	投资资本周转天数	314	412	536	568	573
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2,337.7	5,010.1	5,010.1	5,010.1	5,010.1	ROE	11.9%	13.9%	16.0%	16.7%	16.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	5.7%	5.5%	5.2%	5.0%
固定资产	400.9	519.3	735.6	964.7	1,141.9	ROIC	27.2%	33.8%	16.8%	14.1%	13.0%
在建工程	93.8	222.2	193.3	146.7	148.0	费用率					
无形资产	9,933.4	20,755.9	31,572.0	42,566.7	53,144.6	销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	2,691.4	3,364.8	3,404.3	3,411.3	3,370.8	管理费用率	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
资产总额	31,806.4	45,636.9	63,718.7	82,029.6	102,160.3	财务费用率	0.9%	2.6%	2.3%	3.6%	4.4%
短期债务	2,478.7	3,925.0	10,664.5	12,048.2	14,078.4	三费/营业收入	7.2%	8.3%	8.0%	9.3%	10.1%
应付帐款	5,372.4	8,904.5	11,536.8	12,907.2	16,196.2	偿债能力					
应付票据	30.7	79.4	80.8	137.8	147.6	资产负债率	48.6%	56.4%	63.8%	67.1%	69.1%
其他流动负债	5,857.4	4,181.1	3,702.3	4,637.3	4,647.9	负债权益比	94.7%	129.6%	176.0%	204.2%	223.4%
长期借款	1,467.0	3,677.8	9,667.4	20,313.2	30,500.6	流动比率	1.12	0.89	0.85	0.99	1.10
其他非流动负债	266.3	4,988.2	4,983.5	5,016.1	4,996.0	速动比率	1.09	0.81	0.81	0.90	1.02
负债总额	15,472.4	25,756.0	40,635.3	55,059.9	70,566.7	利息保障倍数	27.23	9.53	10.28	6.36	5.02
少数股东权益	813.0	1,808.3	1,913.3	2,042.4	2,196.0	分红指标					
股本	3,126.9	3,139.3	3,139.3	3,139.3	3,139.3	DPS(元)	0.06	0.09	0.11	0.13	0.16
留存收益	12,489.0	14,976.5	18,030.8	21,788.0	26,258.3	分红比率	9.5%	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	16,334.1	19,880.9	23,083.4	26,969.7	31,593.7	股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,849.7	2,591.4	3,393.7	4,174.7	4,967.0	EPS(元)	0.59	0.80	1.08	1.33	1.58
加: 折旧和摊销	89.9	215.7	1,101.3	1,522.9	1,943.5	BVPS(元)	4.94	5.76	6.74	7.94	9.36
资产减值准备	150.9	142.9	-	-	-	PE(X)	28.3	20.8	15.4	12.5	10.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	2.9	2.5	2.1	1.8
财务费用	93.3	428.2	453.4	966.3	1,533.6	P/FCF	13.0	-11.8	17.7	15.1	13.6
投资收益	-263.8	-450.1	-350.0	-350.0	-350.0	P/S	5.9	3.8	2.6	1.9	1.5
少数股东损益	4.0	82.0	105.0	129.1	153.6	EV/EBITDA	18.9	15.6	11.7	10.0	8.8
营运资金的变动	2,147.9	-1,833.5	-2,209.7	-1,581.3	-2,540.7	CAGR(%)	32.5%	25.5%	33.9%	32.5%	25.5%
经营活动产生现金流量	751.8	2,513.9	2,493.6	4,861.7	5,707.1	PEG	0.9	0.8	0.5	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-4,838.0	-11,066.2	-11,754.8	-12,350.0	-12,350.0	ROIC/WACC	3.3	4.1	2.1	1.7	1.6
融资活动产生现金流量	6,335.0	7,122.8	11,979.2	10,645.8	10,187.4	REP	1.6	0.6	0.9	0.9	0.9

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。