

工程订单稳健增长, 扣非业绩增速 10%

投资要点

- **事件:** 公司公布 2018 年中报, 2018 年上半年营业收入 38.5 亿元, 同比增长 33.1%; 归母净利润 3.7 亿元, 同比下降 31.6%; 扣非归母净利润约为 3.5 亿元, 同比增长 10.2%。
- **2018 年上半年公司主营业务收入结构。** 今年上半年归母净利润 3.7 亿元, 同比下降 31.6%, 下滑的原因主要是去年同期处置盈德气体及分步收购北京良业在合并日重置原持有股份的公允价值, 合计非经常损益达到 2.1 亿元。从收入结构来看, 环保整体解决方案收入 20.8 亿元, 同比增长 34.1%, 毛利率下降 2.2 个百分点至 34.4%; 净水器销售收入 1.1 亿元, 同比增长 5.9%, 毛利率 43.7%; 城市光环境解决方案收入 11.6 亿元, 同比增长 743.2%, 毛利率 44.5%; 市政工程收入 5.1 亿元, 同比下降 54%, 毛利率为 9.8%与上期基本持平。
- **2018 年上半年工程、特许经营订单同比增长 29%、12%, 保持较快增速。** 2018 年上半年, 新增工程类订单 110 笔, 总金额 144.9 亿元, 同比增长 29%; 新增特许经营类订单共 29 笔, 总金额 165 亿元, 同比增长 12%。
- **膜技术处理走向成熟, 发力雄安生态建设,** 公司 MBR 技术全国总处理规模超过 2000 万吨/日, 万吨级膜法水处理工程项目共 154 项, 已覆盖全国 25 个省市, 总处理规模达到 1041.5 万吨/日, 2018 年 1 月 22 日, 碧水源合资子公司获得核准, 正式宣告在雄安新区获批开业, 公司在雄安新区的系列布局快速启动。
- **注重内在核心技术, 拓展外延环保业务,** 公司与清华大学合作项目“膜集成城镇污水深度净化技术与工程应用”获颁 2017 年度国家科学技术进步奖二等奖, 此次获奖, 体现了公司的技术研发实力, 有助于提升公司产品市场竞争力和品牌影响力。与此同时, 公司通过收购股权拓展外延至危废处置、光环境治理、农村环境治理及环境监测等多元领域, 公司的综合服务水平与治理能力不断提升。
- **考虑除权后, 国开行的定增股价为 17.01 元/股, 相对目前股价较高。** 2015 年 8 月 15 日, 公司完成非公开发行股票, 募集资金 62.3 亿元, 其中国家开发银行旗下的子公司国开创新资本有限责任公司以 54.3 亿元占有碧水源 10.5% 的股份, 成为公司第三大股东。此举是国开行第一次股权投资水务领域, 开创了行业先例。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.05 元、1.36 元、1.66 元; 2018 年中报增速略微放缓, 下调至“增持”评级。
- **风险提示:** 工程进度或低于预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13767.29	17484.70	21722.37	26269.30
增长率	54.82%	27.00%	24.24%	20.93%
归属母公司净利润(百万元)	2509.38	3312.13	4271.43	5238.80
增长率	35.95%	31.99%	28.96%	22.65%
每股收益 EPS(元)	0.80	1.05	1.36	1.66
净资产收益率 ROE	13.03%	14.75%	16.17%	16.76%
PE	15	11	9	7
PB	1.91	1.64	1.39	1.18

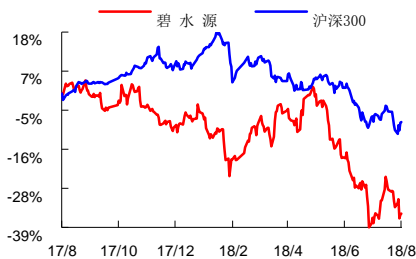
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 濮阳
执业证号: S1250517090001
邮箱: py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.51
流通 A 股(亿股)	20.16
52 周内股价区间(元)	11.37-19.52
总市值(亿元)	398.54
总资产(亿元)	482.64
每股净资产(元)	5.81

相关研究

1. 碧水源(300070): 工程订单快速增长, 业绩向上趋势明确 (2018-04-23)
2. 碧水源(300070): 业绩出现向上拐点, 成长性白马扬帆远航 (2018-03-28)
3. 碧水源(300070): 业绩维持高增, 拓展外延环保业务 (2018-03-08)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13767.29	17484.70	21722.37	26269.30	净利润	2591.36	3420.33	4410.97	5409.95
营业成本	9779.75	12274.02	15237.22	18426.77	折旧与摊销	215.74	2178.06	2184.52	2196.03
营业税金及附加	52.72	66.95	83.18	100.59	财务费用	363.40	251.93	89.91	-17.80
销售费用	231.16	293.57	364.72	441.07	资产减值损失	142.94	150.00	150.00	150.00
管理费用	546.04	629.45	782.01	945.69	经营营运资本变动	112.46	971.15	1226.20	1325.73
财务费用	363.40	251.93	89.91	-17.80	其他	-911.96	-450.00	-450.00	-450.00
资产减值损失	142.94	150.00	150.00	150.00	经营活动现金流净额	2513.94	6521.47	7611.61	8613.90
投资收益	450.11	300.00	300.00	300.00	资本支出	-6713.65	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4352.56	300.00	300.00	300.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11066.22	294.49	267.73	238.90
营业利润	3121.22	4118.77	5315.33	6522.97	短期借款	1446.33	-3925.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.21	13.36	13.48	12.73	长期借款	2210.83	10.00	10.00	10.00
利润总额	3130.43	4132.13	5328.81	6535.70	股权融资	165.99	170.11	0.00	0.00
所得税	539.07	711.80	917.83	1125.75	支付股利	-175.49	-238.58	-314.90	-406.11
净利润	2591.36	3420.33	4410.97	5409.95	其他	3475.09	-303.62	-89.91	17.80
少数股东损益	81.98	108.21	139.55	171.15	筹资活动现金流净额	7122.76	-4287.09	-394.81	-378.30
归属母公司股东净利润	2509.38	3312.13	4271.43	5238.80	现金流量净额	-1452.19	2528.87	7484.52	8474.50
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6131.68	8660.56	16145.08	24619.58	成长能力				
应收和预付款项	6397.04	8113.84	10079.51	12189.36	销售收入增长率	54.82%	27.00%	24.24%	20.93%
存货	1284.64	1612.28	2001.52	2420.49	营业利润增长率	41.07%	31.96%	29.05%	22.72%
其他流动资产	1347.12	1710.87	2125.52	2570.44	净利润增长率	40.09%	31.99%	28.96%	22.65%
长期股权投资	5010.10	5010.10	5010.10	5010.10	EBITDA 增长率	55.03%	76.98%	15.90%	14.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	741.50	669.35	612.58	566.22	毛利率	28.96%	29.80%	29.85%	29.85%
无形资产和开发支出	21630.76	19533.93	17442.02	15357.02	三费率	8.28%	6.72%	5.69%	5.21%
其他非流动资产	3094.09	3090.52	3086.95	3083.38	净利率	18.82%	19.56%	20.31%	20.59%
资产总计	45636.94	48401.44	56503.28	65816.59	ROE	13.03%	14.75%	16.17%	16.76%
短期借款	3925.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.68%	7.07%	7.81%	8.22%
应付和预收款项	9867.11	12405.46	15402.14	18626.20	ROIC	21.69%	20.00%	29.38%	43.95%
长期借款	3677.79	3687.79	3697.79	3707.79	EBITDA/销售收入	26.88%	37.45%	34.94%	33.12%
其他负债	8286.14	9126.62	10125.71	11201.12	营运能力				
负债合计	25756.03	25219.86	29225.63	33535.10	总资产周转率	0.36	0.37	0.41	0.43
股本	3139.29	3150.51	3150.51	3150.51	固定资产周转率	29.92	36.18	46.31	53.49
资本公积	6835.22	6994.11	6994.11	6994.11	应收账款周转率	3.12	3.36	3.33	3.29
留存收益	8141.26	11214.81	15171.33	20004.02	存货周转率	11.40	8.47	8.43	8.33
归属母公司股东权益	18072.57	21265.04	25221.57	30054.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.69%	—	—	—
少数股东权益	1808.33	1916.54	2056.08	2227.23	资本结构				
股东权益合计	19880.91	23181.58	27277.65	32281.49	资产负债率	56.44%	52.11%	51.72%	50.95%
负债和股东权益合计	45636.94	48401.44	56503.28	65816.59	带息债务/总负债	48.20%	33.70%	29.11%	25.40%
					流动比率	0.89	1.21	1.48	1.68
					速动比率	0.81	1.12	1.38	1.59
					股利支付率	6.99%	7.20%	7.37%	7.75%
					每股指标				
					每股收益	0.80	1.05	1.36	1.66
					每股净资产	6.31	7.36	8.66	10.25
					每股经营现金	0.80	2.07	2.42	2.73
					每股股利	0.06	0.08	0.10	0.13
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	3700.36	6548.77	7589.76	8701.19					
PE	15.13	11.46	8.89	7.25					
PB	1.91	1.64	1.39	1.18					
PS	2.76	2.17	1.75	1.45					
EV/EBITDA	11.09	5.31	3.59	2.16					
股息率	0.46%	0.63%	0.83%	1.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn