

推荐 (维持)

## PPP 模式推广，业绩增长有望提速

风险评级：一般风险

碧水源 (300070) 2014 年报点评

2015 年 4 月 27 日

### 投资要点:

黄秀瑜

SAC 执业证书编号:

S0340512090001

电话: 0769-22119455

邮箱: hxy3@dgzq.com.cn

**事件:** 碧水源 (300070) 公布的2014年报显示, 公司实现营业收入34.49亿元, 同比增长10.08%, 实现归属于上市公司股东的净利润9.41亿元, 同比增长15.27%, 实现EPS为0.88元, 低于预期。

公司预告, 2015年1季度归属于上市公司股东的净利润约1884.3万元-2021.34万元, 同比增长10%-18%。

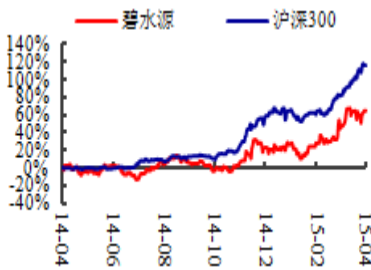
### 点评:

### 主要数据

2015 年 4 月 24 日

收盘价(元)	47.55
总市值(亿元)	512.08
总股本(亿股)	10.77
流通股本(亿股)	6.54
ROE (TTM)	15.48%
12月最高价(元)	48.38
12月最低价(元)	24.74

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

碧水源 (300070) 2014 年 三 季 报 点 评: 3 季 度 业 绩 微 增, 望 4 季 度 业 绩 集 中 释 放

- **2014年业绩增速放缓。**公司2014年营业收入同比增长10.08%, 增速下滑, 原因在于一些项目的进度放缓以及工程业务减少。净利润增速快于营业收入增速, 主要是公司的高毛利率核心业务水处理整体解决方案增长较快, 而低毛利率市政工程业务减少导致整体毛利率有所上升所致。
- **在手订单充裕。**公司拟定增募资约79亿元用于建设多个污水处理项目, 包括4个BT项目、4个BOT项目、2个EPC+TOT项目、25个EPC项目及设立PPP合资公司, 合计投资总额达到约98亿元, 相当于公司2014年营业收入的2.84倍。表明公司目前在手订单充裕, 支撑公司未来几年的业绩保持持续增长的态势。
- **借势PPP模式提升水处理市场份额。**14年我国推出基础设施行业投融资PPP模式政策, 水务行业在未来几年中将向PPP模式方向发展, 预计国内水务行业有几千亿的市场。公司是我国开展PPP模式最早的公司之一, 具备先发优势, 目前已拥有二十多家PPP模式合资公司。近年来外埠地区的收入增长快速, 2014年收入占比已过半。公司将延续混合所有制及PPP模式, 进军更多区域的水务市场。
- **膜产品规模化生产, 有助于降低产品成本提高竞争力。**公司是污水处理膜技术领军企业, 增强型及中衬型PVDF中空纤维微滤膜和中空纤维超滤膜的年产能稳定在400万平米和200万平米, 低压反渗透DF膜的年产能达到100万平米, 形成了产品的系列化与规模化, 成为目前全球少数的能生产全系列产品的膜公司之一, 产品成本也有望进一步降低。
- **再生水厂建设和污水处理厂提标升级将推动公司膜产品应用。**“水十条”正式出台, 预计将带动近5万亿资金进行水污染治理。公司地下式MBR再生水厂成为国内许多城市再生水厂的发展趋势。2015年起实施自来水新国标, 优先升级改造落后设施。公司将MBR+DF技术用于实现污水变成地表水II类或III类水的高品质资源化, 将成为未来又一潜在的增长引擎。目前膜技术在整个水处理行业占比不到10%, 增长市场空间大。

- **投资建议：维持“推荐”的评级。**国家鼓励 PPP 模式推广和水十条政策落地有利于公司进一步做大，公司的潜在市场空间仍广阔，业绩增长有望提速。调整公司 2015-2016 年 EPS 分别为 1.31 元、1.74 元，对应 PE 分别为 36 倍、27 倍，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示。**成长股系统风险，项目拓展低于预期，市场竞争加剧，政府支付缓慢致现金流紧张。

图：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	<b>3449.16</b>	<b>4973.15</b>	<b>6574.46</b>	<b>8136.33</b>
营业总成本	<b>2605.04</b>	<b>3591.00</b>	<b>4710.15</b>	<b>5793.18</b>
营业成本	2098.86	3000.38	3944.48	4868.71
营业税金及附加	58.18	83.89	110.90	137.24
销售费用	61.48	88.65	117.19	145.03
管理费用	201.37	290.35	383.84	475.03
财务费用	100.78	78.01	88.00	85.80
资产减值损失	84.37	49.73	65.74	81.36
<b>其他经营收益</b>	<b>317.80</b>	<b>411.21</b>	<b>519.22</b>	<b>655.76</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	317.80	411.21	519.22	655.76
<b>营业利润</b>	<b>1161.92</b>	<b>1793.37</b>	<b>2383.53</b>	<b>2998.91</b>
加 营业外收入	14.67	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	1.73	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1174.85</b>	<b>1793.37</b>	<b>2383.53</b>	<b>2998.91</b>
减 所得税	161.17	269.00	357.53	449.84
<b>净利润</b>	<b>1013.68</b>	<b>1524.36</b>	<b>2026.00</b>	<b>2549.08</b>
减 少数股东损益	72.87	111.23	147.83	186.00
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>940.81</b>	<b>1413.13</b>	<b>1878.17</b>	<b>2363.07</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.88</b>	<b>1.31</b>	<b>1.74</b>	<b>2.19</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)