

证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

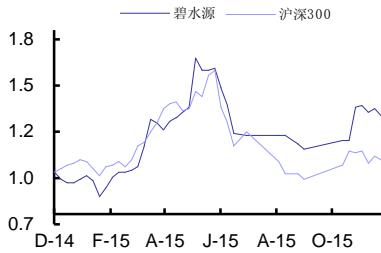
碧水源 (300070)

买入

(维持评级)

2015年12月17日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,229/664
总市值/流通 (百万元)	60,256/32,541
上证综指/深圳成指	3,521/12,401
12个月最高/最低价	64.35/31.53

相关研究报告:

- 《碧水源-300070-重大事件快评: 稳步向全国性水环境综合服务商迈进, 订单丰富, 外延可期》——2015-11-10
- 《碧水源-300070-2015 年半年报点评: 携手国开行, 再攀新巅峰》——2015-08-19
- 《碧水源-300070-公司快评-增发为公司第二轮成长奠定夯实基础》——2014-12-02
- 《碧水源-300070-半年报点评: 合资公司进入收获期, 平台价值开始显现》——2014-08-17
- 《碧水源-300070-公司快评: 携手国开行签订 200 亿资金合作计划, 为全国优质项目获得打下基础》——2014-06-18

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

业绩高增符合预期, “十二五”收官之年订单加速实施

● 15 年全年净利润预计 13.2-16 亿, 预增 40%-70%; 拟每 10 股转增 15 股派 1 元
公司近日发布的业绩预告其业绩符合预期。今年前三季度净利润同比增速为 51%, 故第四季度增速显著高于前三季度, 业绩延续良好的态势, 我们认为高增长的主要原因有: 1) 去年业绩基数相对偏低; 2) “十二五”收官之年, 项目推动加速, 这也验证了我们的判断, 订单落实情况良好, 我们也因此略上调盈利预测。

● 公司是水行业内第一梯队最优质平台型公司之一, 整体看来, 全国环保行业 PPP 项目的加速推进将有望使得公司进入 PPP 订单快速拓展期

1) 公司目前在手订单丰富, 2015 年上半年公司中标总金额 123 亿, 下半年公司订单加速落地, 今年八月至今新签订单总额超 150 亿。其中最新订单包括 12 月初公司中标乌鲁木齐昆仑环保集团公司 PPP 项目 (共 26.6 亿) 及贵州省兴义市水务一体化建设项目 (共 15 亿)。大金额的订单意味着公司从单一项目拓展发展到一座“城市”的全面合作。2) 去年以来, PPP 模式推广推动整个水务行业进入市场集中度加速提升的整合阶段, 公司平台价值开始发挥作用, 新一轮跑马圈地大幕拉开。从今年统计的数据来看, 环保行业 PPP 项目整体推进速度较快, 政策持续加码, 公司潜在可拓展水处理 PPP 市场在千亿以上。

● 城镇污水处理厂污染物排放修订征求意见稿出台, 提标改造将促进膜技术推广, 助推水行业 PPP 订单释放

今年 11 月, 自 2002 年以来第一次修订的《城镇污水处理厂污染物排放标准(征求意见稿)》出台, 其中要求①对于采取特别保护措施的地区的城镇污水处理厂执行水污染物特别排放限值, 执行水污染物特别排放限值的区域范围、时间, 由国务院环境保护行政主管部门或省级人民政府规定。②自 2016 年 7 月 1 日起, 新建城镇污水处理厂执行一级 A 标准; ③自 2018 年 1 月 1 日起, 敏感区域内现有城镇污水处理厂执行一级 A 标准。根据统计数据, 我国有近 50% 的污水处理厂执行一级 B 标准, 25% 的污水处理厂执行一级 A 标准, 还有将近 25% 的污水处理厂执行的是二级标准。水处理行业提标改造将助推 PPP 订单加速释放和公司的膜技术的应用与推广, 有利于公司加速拓展。

● 维持盈利预测及“买入”评级

我们预计公司 15-17 年 EPS 为 1.20/1.90/2.37 元, 对应 PE 为 37/23/18 倍。我们重申, 公司是环保里少有的有创新能力的公司和最优质的环保平台型公司, 也是流动性和安全性最佳的环保投资标的之一, 维持公司“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3449	5522	8824	12266
(+/-%)	10.1%	60.1%	59.8%	39%
净利润(百万元)	941	1505	2391	2988
(+/-%)	12%	60%	58.8%	25%
摊薄每股收益 (元)	0.87	1.20	1.90	2.37
EBIT Margin	29.8%	27.5%	29.6%	27.4%
净资产收益率 (ROE)	15.5%	20.9%	26.6%	26.6%
市盈率 (PE)	50	36.6	23.0	18.4
EV/EBITDA	47.4	39.0	24.9	21.0
市净率 (PB)	7.74	7.63	6.11	4.89

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	2394	6765	11341	16769
应收款项	1756	2269	3626	5041
存货净额	275	485	759	1098
其他流动资产	203	166	265	368
流动资产合计	4629	9685	15992	23275
固定资产	385	472	563	557
无形资产及其他	1325	1272	1219	1166
投资性房地产	2761	2761	2761	2761
长期股权投资	1436	1636	1936	2236
资产总计	10536	15826	22471	29995
短期借款及交易性金融负债	960	1000	1000	1000
应付款项	1497	1552	2430	3512
其他流动负债	567	1561	2438	3512
流动负债合计	3023	4112	5867	8024
长期借款及应付债券	966	3966	6966	9966
其他长期负债	96	96	96	96
长期负债合计	1062	4062	7062	10062
负债合计	4085	8174	12929	18086
少数股东权益	372	445	541	668
股东权益	6078	7207	9000	11241
负债和股东权益总计	10536	15826	22471	29995

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.87	1.20	1.90	2.37
每股红利	0.15	0.30	0.47	0.59
每股净资产	5.64	5.72	7.15	8.93
ROIC	15%	20%	36%	46%
ROE	15%	21%	27%	27%
毛利率	39%	37%	39%	36%
EBIT Margin	30%	28%	30%	27%
EBITDA Margin	31%	29%	31%	28%
收入增长	10%	60%	60%	39%
净利润增长率	12%	60%	59%	25%
资产负债率	42%	54%	60%	63%
息率	0.4%	0.8%	1.3%	1.6%
P/E	50.0	36.6	23.0	18.4
P/B	7.7	7.6	6.1	4.9
EV/EBITDA	47.4	39.0	24.9	21.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3449	5522	8824	12266
营业成本	2099	3476	5427	7838
营业税金及附加	58	110	176	245
销售费用	61	86	110	153
管理费用	201	329	494	666
财务费用	101	84	153	208
投资收益	318	425	467	513
资产减值及公允价值变动	(84)	(30)	(30)	(30)
其他收入	0	0	1	2
营业利润	1162	1832	2901	3640
营业外净收支	13	25	25	25
利润总额	1175	1857	2926	3665
所得税费用	161	279	439	550
少数股东损益	73	73	96	127
归属于母公司净利润	941	1505	2391	2988

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	941	1463	2255	2799
资产减值准备	33	36	18	5
折旧摊销	49	100	114	124
公允价值变动损失	84	30	30	30
财务费用	101	84	155	214
营运资本变动	(891)	391	35	285
其它	27	37	78	122
经营活动现金流	243	2057	2530	3364
资本开支	(11)	(200)	(200)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	59	(400)	(500)	(400)
权益性融资	92	0	0	0
负债净变化	(303)	1500	1500	1500
支付股利、利息	(166)	(366)	(564)	(700)
其它融资现金流	765	41	0	0
融资活动现金流	(80)	2675	2436	2300
现金净变动	223	4332	4466	5265
货币资金的期初余额	2172	2394	6726	11193
货币资金的期末余额	2394	6726	11193	16457
企业自由现金流	35	1542	2039	2983
权益自由现金流	497	3011	3407	4301

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				