

证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

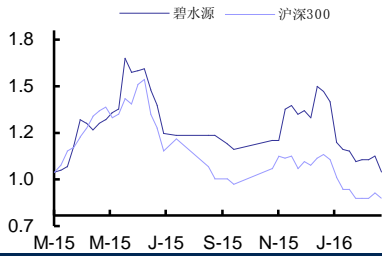
碧水源 (300070)

买入

(维持评级)

2016年02月29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)	1,259/664
总市值/流通 (百万元)	46,751/24,647
上证综指/深圳成指	2,767/9,574
12个月最高/最低元)	64.35/36.02

相关研究报告:

- 《碧水源-300070-业绩高增符合预期,“十二五”收官之年订单加速实施》——2015-12-17
- 《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地基》——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

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

业绩增长符合预期, 订单充足成长性确定

- **15 年全年净利润预计 13.55 亿元, 同比增长 44.04%, 符合预期**  
公司公告 15 年实现收入 52.09 亿元、利润 13.55 亿元, 分别同比增长 51.01% 和 44.04%, 基本符合我们此前预期 (50%)。受政府换届影响, 公司 15 年项目进度略受影响, 是增速略低的主要原因。
- **公司目前在手项目约 200 亿元, 持续 2-3 年维持 50% 左右增速确定性较高**  
公司目前在手项目丰富, 且仍在不断拓展大额订单中, 从单一项目拓展逐步发展到与一座“城市”的全面合作, 持续快速增长确定性高。
- **作为 PPP 龙头, 目前公司已在全国形成布局, 近期区域拓展顺利, 有望突破前期瓶颈, 进入新的区域**  
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。去年公司在北京、上海、天津、云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南、新疆、山东、广东、山西、陕西、吉林等已有市场的基础上, 通过大力发展 PPP 模式, 顺利进入了新的区域水务市场, 包括辽宁、广西、重庆、福建、浙江、河北、河南等地, 且还在不断拓展中。
- **公司青岛、珠海等区域合资公司都有上市的规划 (类似云南水务), 未来定位成对接地方政府环保需求的融资平台, 打造综合型环保航空母舰公司**  
公司的区域合资企业通过上市将极大加强自身融资及项目拓展能力, 有利于获取更多的业绩, 以争取承揽更多项目的机会, 从而有效对接地方政府的环保需求, 未来有望成长为地方政府新的环保融资平台, 打造环保航空母舰式公司蓝图已全面展开。
- **近期公司 DF 膜拓展加速, 再生水和自来水用 DF 膜合计水量大约在 100 万吨的规模, 成为重要新增长点**  
近日国务院提出培育以经营中水业务为主的水务公司, 鼓励按市场化方式经营中水, 公司“MBR + DF”双膜工艺在再生水回用市场潜力巨大, 污水经 MBR 处理为地表 IV 水, 再经 DF 膜处理为地表 II 类水, 吨水处理成本不到 3 元, 为业绩新增长点。
- **去年黑臭河治理公司签约订单约几十亿元, 预计今年受益行业加速会持续高增长**  
住建部等提出公布全国城市黑臭水体排查结果, 295 座地级及以上城市中逾七成城市排查出黑臭水体, 黑臭河治理大幕拉开。我们预计公司今年将取得更多相关订单。
- **盈利预测: 估值偏低的安全投资标的, 维持“买入”评级**  
公司运营利润稳步提升, 15 年约 5000 万元, 今年预计在 1 亿元以上。我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.20/1.61/2.25, PE 分别为 31/23/16X, 目前估值偏低, 未来 3 年持续高成长确定, 是环保行业龙头较好安全性配置标的。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,449	5,209	8,073	11,222
(+/-%)	10.1%	51.0%	55.0%	39.0%
净利润(百万元)	941	1355	2033	2846
(+/-%)	12.0%	44.0%	50.1%	40.0%
摊薄每股收益(元)	0.87	1.20	1.61	2.26
EBITMargin	29.8%	25.8%	26.8%	28.1%
净资产收益率(ROE)	15.5%	18.8%	23.0%	25.4%
市盈率(PE)	42.5	30.9	23.0	16.4
EV/EBITDA	40.9	37.2	26.0	19.5
市净率(PB)	6.58	6.35	5.28	4.18

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	6773	11293	16593
应收款项	1756	2141	3318	4612
存货净额	275	459	707	985
其他流动资产	203	156	242	337
<b>流动资产合计</b>	<b>4629</b>	<b>9528</b>	<b>15560</b>	<b>22527</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>10536</b>	<b>15670</b>	<b>22039</b>	<b>29247</b>
短期借款及交易性金融负债	960	1000	1000	1000
应付款项	1497	1468	2263	3152
其他流动负债	567	1506	2317	3176
<b>流动负债合计</b>	<b>3023</b>	<b>3974</b>	<b>5580</b>	<b>7328</b>
长期借款及应付债券	966	3966	6966	9966
其他长期负债	96	96	96	96
<b>长期负债合计</b>	<b>1062</b>	<b>4062</b>	<b>7062</b>	<b>10062</b>
<b>负债合计</b>	<b>4085</b>	<b>8036</b>	<b>12642</b>	<b>17390</b>
少数股东权益	372	445	541	668
股东权益	6078	7189	8856	11189
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10536</b>	<b>15670</b>	<b>22039</b>	<b>29247</b>

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.87	1.20	1.61	2.26
每股红利	0.15	0.20	0.29	0.41
每股净资产	5.64	5.85	7.03	8.89
ROIC	15%	18%	30%	44%
ROE	15%	19%	23%	25%
毛利率	39%	37%	37%	37%
EBIT Margin	30%	26%	27%	28%
EBITDA Margin	31%	28%	28%	29%
收入增长	10%	51%	55%	39%
净利润增长率	12%	44%	50%	40%
资产负债率	42%	54%	60%	62%
息率	0.4%	0.6%	0.9%	1.3%
P/E	42.5	30.9	23.0	16.4
P/B	6.6	6.3	5.3	4.2
EV/EBITDA	40.9	37.2	26.0	19.5

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
<b>营业收入</b>	<b>3449</b>	<b>5209</b>	<b>8073</b>	<b>11222</b>
营业成本	2099	3291	5086	7070
营业税金及附加	58	104	137	191
销售费用	61	104	146	140
管理费用	201	366	537	663
财务费用	101	83	153	211
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	1654	2450	3432
营业外净收支	13	25	25	25
<b>利润总额</b>	<b>1175</b>	<b>1679</b>	<b>2475</b>	<b>3457</b>
所得税费用	161	252	347	484
少数股东损益	73	73	96	127
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>941</b>	<b>1355</b>	<b>2033</b>	<b>2846</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>941</b>	<b>1355</b>	<b>2033</b>	<b>2846</b>
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	83	153	211
营运资本变动	(891)	425	113	86
其它	27	37	78	122
<b>经营活动现金流</b>	<b>243</b>	<b>1982</b>	<b>2386</b>	<b>3213</b>
资本开支	(11)	(200)	(200)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>59</b>	<b>(400)</b>	<b>(500)</b>	<b>(400)</b>
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)	(244)	(366)	(512)
其它融资现金流	765	41	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(80)</b>	<b>2797</b>	<b>2634</b>	<b>2488</b>
<b>现金净变动</b>	<b>223</b>	<b>4379</b>	<b>4520</b>	<b>5301</b>
货币资金的期初余额	2172	2394	6773	11293
货币资金的期末余额	2394	6773	11293	16593
企业自由现金流	35	1466	1890	2826
权益自由现金流	497	2936	3258	4145

## 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±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±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**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郦彬	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		
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化/零售</b>		<b>互联网</b>	
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				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
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		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
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		
<b>军工及主题投资</b>				<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备/新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>		<b>汽车及零部件</b>	
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 liwying@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
周瑞 13726685252	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	刘研 0755-82136081 18610557448 liuyan3@guosen.com.cn
王玮 13726685252	唐泓翼 13818243512	刘紫微 13828854899	夏雪 18682071096
边祎维 13726685252	吴国 15800476582	黄明燕 18507558226	
夏坤 13726685252	储贻波 18930809296		
	倪婧 18616741177		