

三季度报维持高增速，全年高增长确定性较强

——碧水源（300070）事件点评

2016年10月11日

强烈推荐/维持

碧水源

事件点评

事件：

公司发布 2016 年前三季度业绩预告，预计实现归母净利润 3.67-4.30 亿元，同比增长 45%-70%。

主要观点：

1. 三季度报维持高增速，为全年业绩高增长奠定基础

2011-2015 年，公司三季度报收入增速分别为 66%、92%、78%、3%和 32%；归母净利润增速分别为 29%、31%、25%、26%和 51%，16 年受到环保 PPP 行业景气度提升、在手订单放量影响，预计三季度报归母净利润增速为 45%-70%，与去年相比仍维持较高增速。从以往三季度报业绩占比全年业绩比例来看，2011-2015 年分别为 23%、19%、16%、18%和 19%，因此行业属性决定了公司订单和业绩释放主要集中于四季度，三季度报业绩仍维持较高增速，为全年业绩高增长奠定基础。

2. 外延扩张战略快速实施，获取环境综合治理能力可期

今年 9 月份以来，公司先后收购中矿环保和中水润达，收购完成后：
 1) 公司已经具备市政水处理、污泥处置、工业水处理和矿山环境修复能力，在地方政府倾向于将环境治理项目打包成为规模较大的综合治理 PPP 项目的行业发展趋势下，公司具备的综合环境治理能力将使得其在竞标 PPP 时具备更显著的竞争优势；
 2) 切入煤化工水处理领域，丰富了公司的产业链，拓展了公司发展的市场空间；
 3) 目前国企改革有序进行，中水润达大股东中国煤炭地质总局作为现有 111 家央企中极少数的还没有上市平台的大型央企，改制上市的诉求十分强烈，此次公司通过收购进入后，凭借丰富成功的混合所有制管理经验，将有望与中国煤炭地质总局形成良好协作，后续资本运作值得期待。

分析师：杨若木

010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120014

联系人：刘博

010-66555481 liubo_yjs@dxzq.net.cn

于洋

010-66555445 yuyang_yjs@dxzq.net.cn

庞天一

010-66554128 pangty@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|-----------------|---------------|
| 52 周股价区间 (元) | 26.04-13.52 |
| 总市值 (亿元) | 578 |
| 流通市值 (亿元) | 272 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 212340/164453 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 1.40 |

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《环保行业 2016 年中期策略：“效果化+保增长”趋势下，掘金高景气度细分领域》
2016-06-30
- 《三聚环保深度报告：“产品-改造-运营”战略规划清晰，能源净化综合服务龙头再起航》
2016-07-13

3、三季报业绩高增长体现环保 PPP 行业景气度提升，由订单向业绩转化速度显著加快

公司三季报业绩维持高增速，体现了在“保增长”成为中央和地方政府核心诉求的形势下，政府对于 PPP 的支持和推进力度增强，加速了 PPP 由项目-订单-公司业绩的转化速度。近日发改委公开推介第三批 PPP 项目，合计规模为 2.14 万亿，结合今年从 1 季度以来 1800 亿 PPP 引导基金设立到 3 季度即将递交国务院的 PPP 立法，我们认为 PPP 行业景气度仍在不断提升，目前公司在手订单中超过 80% 为 PPP 项目，伴随在手订单加速向业绩转化，预计公司全年业绩表现有望超出市场预期。

4、长期来看，环保“效果化”目标下膜处理技术使用范围扩大，公司作为膜处理龙头企业有望充分获益

《城镇污水处理厂污染物排放标准（修订稿）》中首次提出水污染物特别排放限值，这也是在“大气污染物特别排放限值”之后我国环保领域内再一次出现“特别排放限值要求”。在水环境质量切实改善的环保“效果化”目标下，预计未来环渤海、长三角等环境较为敏感地区污水处理厂出水标准提升至地表四类或者三类将是大概率事件；同时在特别排放限值以外区域，由于出水标准尚达不到地表五类，存在大面积提标改造需求，在这种形势下，远期来看膜法水处理技术在市政领域的应用范围将显著扩大，而公司作为膜处理技术龙头企业，将在行业快速增长中充分获益。

结论：

预计公司 16、17、18 年净利润分别为 23 亿、31 亿、43 亿，EPS 分别为 0.74 元、0.99 元、1.38 元，对应市盈率分别为 22 倍、17 倍、12 倍。我们认为，公司属于环保行业中稀缺的兼具核心技术优势与良好政府关系的平台型企业：短期来看，“保增长”核心诉求下，政府对于 PPP 的支持力度增强，行业景气度提升带来公司在手订单集中加速释放，16 年全年业绩高增长可期；长期来看，环保治理的“效果化”目标要求水环境质量切实改善，公司膜法水处理技术在“十三五”时期扩大应用范围是大概率事件，带来长期业绩持续高速增长，公司发展战略和业务布局充分贴合环保行业变革趋势，具备配置价值，建议关注。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产合计 | 4629 | 8761 | 13022 | 17803 | 26399 | 营业收入 | 3449 | 5214 | 8098 | 11750 | 17073 |
| 货币资金 | 2394 | 5300 | 5606 | 6510 | 9460 | 营业成本 | 2099 | 3066 | 4842 | 7026 | 10209 |
| 应收账款 | 1627 | 2565 | 5156 | 7481 | 10870 | 营业税金及附加 | 58 | 82 | 84 | 122 | 177 |
| 其他应收款 | 112 | 255 | 397 | 575 | 836 | 营业费用 | 61 | 127 | 137 | 199 | 303 |
| 预付款项 | 186 | 219 | 869 | 1812 | 3181 | 管理费用 | 201 | 287 | 376 | 545 | 792 |
| 存货 | 275 | 346 | 672 | 975 | 1417 | 财务费用 | 101 | 47 | 71 | 121 | 206 |
| 其他流动资产 | 14 | 50 | 55 | 61 | 70 | 资产减值损失 | 84.37 | 135.02 | 189.03 | 245.74 | 319.46 |
| 非流动资产合计 | 5907 | 9628 | 8669 | 8209 | 7750 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 1436 | 1891 | 1891 | 1891 | 1891 | 投资净收益 | 317.80 | 217.46 | 0.88 | 0.88 | 0.88 |
| 固定资产 | 304.82 | 399.80 | 400.89 | 373.66 | 346.32 | 营业利润 | 1162 | 1687 | 2399 | 3492 | 5066 |
| 无形资产 | 1325 | 4323 | 3891 | 3459 | 3026 | 营业外收入 | 14.67 | 9.85 | 6.77 | 6.77 | 6.77 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 1.73 | 2.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 10536 | 18389 | 21691 | 26013 | 34148 | 利润总额 | 1175 | 1695 | 2406 | 3498 | 5073 |
| 流动负债合计 | 3023 | 3270 | 3486 | 5930 | 11295 | 所得税 | 161 | 238 | 602 | 875 | 1268 |
| 短期借款 | 960 | 211 | 0 | 1173 | 4688 | 净利润 | 1014 | 1457 | 1805 | 2624 | 3805 |
| 应付账款 | 1493 | 2028 | 2142 | 3107 | 4515 | 少数股东损益 | 73 | 96 | -6 | -6 | -6 |
| 预收款项 | 119 | 199 | 359 | 591 | 929 | 归属母公司净利润 | 941 | 1362 | 2313 | 3124 | 4328 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 2621 | 6093 | 2932 | 4074 | 5734 |
| 非流动负债合计 | 1062 | 1009 | 1040 | 1031 | 1011 | EPS (元) | 0.88 | 1.21 | 0.74 | 1.00 | 1.39 |
| 长期借款 | 50 | 18 | 18 | 18 | 18 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 916 | 917 | 0 | 0 | 0 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | |
| 负债合计 | 4085 | 4279 | 3504 | 5947 | 11312 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 372 | 535 | 529 | 523 | 517 | 营业收入增长 | 10.08% | 51.17% | 55.30% | 45.10% | 45.30% |
| 实收资本(或股 | 1077 | 1229 | 3123 | 3123 | 3123 | 营业利润增长 | 10.87% | 45.22% | 42.19% | 45.53% | 45.10% |
| 资本公积 | 1904 | 8147 | 9025 | 9025 | 9025 | 归属于母公司净利润 | 69.86% | 35.06% | 69.86% | 35.06% | 38.54% |
| 未分配利润 | 2627 | 3730 | 5228 | 7252 | 10056 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 6078 | 13574 | 17992 | 20368 | 23660 | 毛利率(%) | 39.15% | 41.20% | 40.20% | 40.20% | 40.20% |
| 负债和所有者权 | 10536 | 18389 | 22025 | 26838 | 35489 | 净利率(%) | 29.39% | 27.95% | 22.28% | 22.33% | 22.29% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | |
| 单位: 百万元 | | | | | | ROE(%) | | | | | |
| 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | |
| 经营活动现金流 | 781 | 1359 | 2014 | 3132 | 4226 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 1014 | 1457 | 1805 | 2624 | 3805 | 资产负债率(%) | 39% | 23% | 16% | 22% | |
| 折旧摊销 | 1358.12 | 4357.75 | 0.00 | 461.48 | 461.59 | 流动比率 | | | 3.00 | 2.34 | |
| 财务费用 | 101 | 47 | 71 | 121 | 206 | 速动比率 | | | 2.84 | 2.21 | |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.37 | 0.36 | 0.40 | 0.48 | 0.55 |
| 投资活动现金流 | -758 | -3756 | -1235 | -2300 | -3190 | 应收账款周转率 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 2.83 | 2.96 | 3.88 | 4.48 | 4.48 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 467 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 318 | 217 | 232 | 311 | 335 | 每股收益(最新摊薄) | 0.88 | 1.21 | 0.74 | 1.00 | 1.39 |
| 筹资活动现金流 | 181 | 5321 | 3019 | 3040 | 4300 | 每股净现金流(最新 | 0.19 | 2.38 | 0.10 | 0.29 | 0.94 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -917 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 5.64 | 11.04 | 5.76 | 6.52 | 7.57 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 185 | 153 | 1894 | 0 | 0 | P/E | 18.78 | 13.66 | 22.32 | 16.53 | 11.93 |
| 资本公积增加 | -32 | 6243 | 878 | 0 | 0 | P/B | 2.93 | 1.50 | 2.87 | 2.53 | 2.18 |
| 现金净增加额 | 205 | 2924 | 306 | 904 | 2949 | EV/EBITDA | 6.61 | 2.65 | 15.70 | 11.37 | 8.18 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：刘博

中国人民大学经济学博士，1年证券行业研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

于洋

香港大学工学硕士，4年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

庞天一

吉林大学环境科学硕士，3年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。