

2016年10月27日

碧水源 (300070.SZ)

公司快报

订单加速积累，三季度业绩高增

投资要点

事件：10月27日公司披露2016年第三季度报告，报告期内公司实现营业收入8.58亿元，归母净利润1.69亿元，分别同比增长32.67%和69.88%；前三季度公司实现营业收入32.05亿元，归母净利润4.39亿元，分别同比增长88.49%和73.69%。

- ◆ **毛利率较去年同期有所下滑，无碍公司业绩高增趋势：**公司前三季度毛利率为28.32%，较上年同期下降8.41个百分点，主要原因是子公司北京久安建设投资集团有限公司市政工程业务毛利率相对偏低，且收入权重较大。我们预期公司市政工程项目后期膜设备和污水处理整体解决方案的导入有望提高公司全年毛利率水平，且公司下半年拿单速度明显加快，公司未来业绩高增趋势不变。
- ◆ **水处理龙头地位稳固，PPP项目竞争力强：**公司业务规模进一步扩张，在已有的北京、云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南、新疆、山东、广东、山西、吉林、贵州、天津、陕西、河南、辽宁、福建等市场基础上，2016年成功进入西藏，打开中国西南水务市场又一省份大门，推动公司膜技术进入新的区域水务市场，公司在膜行业具有绝对的技术和市场份额优势。同时公司业务向水生态治理与黑臭水体治理方面拓展，上半年获得并部分完成了天津宝坻与河南汝州等国家湿地公园的建设工作。在近期PPP政策不断利好的趋势下，公司有望发挥水处理龙头优势，加快拿单速度并推动项目如期落地。
- ◆ **在手订单充足，业绩增长可持续：**2016年以来，全国PPP项目落地率逐步上升，市政工程类、生态建设和环境保护类项目占比位列一二。作为PPP模式先行者，公司已组建超过30家PPP项目公司。下半年公司拿单速度明显加快，第三季度新增工程类订单87项，金额合计87.4亿元，特许经营类订单32项，金额合计117.66亿元，单季新增投资金额较2016年上半年增加120.87%。三、四季度是公司拿单高峰时期，公司下半年打单速度有望进一步加快，整体订单充足，业绩增长可持续。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2016年至2018年每股收益分别为0.66、0.92和1.17元，我们给予公司增持-B建议，6个月目标价为20.62元，相当于2017年22.4倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**项目进度不达预期

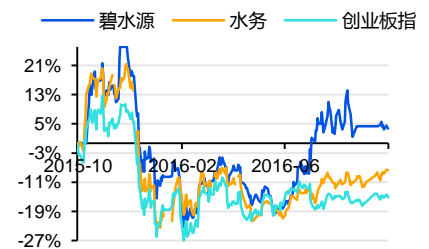
电力及公用事业 | 水务 III

投资评级	增持-B(首次)
6个月目标价	20.62元
股价(2016-10-27)	18.39元

交易数据

总市值(百万元)	57,501.83
流通市值(百万元)	36,980.78
总股本(百万股)	3,123.40
流通股本(百万股)	2,008.73
12个月价格区间	13.93/57.49元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.44	9.97	16.56
绝对收益	-0.54	5.8	2.99

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

宋怡萱
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20655737

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3,449.2	5,214.3	8,091.2	11,200.9	14,429.6
同比增长(%)	10.1%	51.2%	55.2%	38.4%	28.8%
营业利润(百万元)	1,161.9	1,687.3	2,588.3	3,574.8	4,564.5
同比增长(%)	10.9%	45.2%	53.4%	38.1%	27.7%
净利润(百万元)	940.8	1,361.7	2,073.8	2,870.4	3,661.6
同比增长(%)	12.0%	44.7%	52.3%	38.4%	27.6%
每股收益(元)	0.30	0.44	0.66	0.92	1.17
PE	61.1	42.2	27.7	20.0	15.7
PB	9.5	4.2	3.4	2.9	2.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,449.2	5,214.3	8,091.2	11,200.9	14,429.6	年增长率					
减:营业成本	2,098.9	3,065.7	4,935.6	6,744.7	8,658.3	营业收入增长率	10.1%	51.2%	55.2%	38.4%	28.8%
营业税费	58.2	81.5	158.3	194.4	252.7	营业利润增长率	10.9%	45.2%	53.4%	38.1%	27.7%
销售费用	61.5	127.3	145.3	224.8	300.4	净利润增长率	12.0%	44.7%	52.3%	38.4%	27.6%
管理费用	201.4	287.3	437.0	625.4	793.4	EBITDA 增长率	15.9%	37.0%	48.1%	37.1%	27.1%
财务费用	100.8	47.5	-	-	-	EBIT 增长率	14.9%	37.4%	49.2%	38.1%	27.7%
资产减值损失	84.4	135.0	90.1	103.2	109.4	NOPLAT 增长率	12.6%	36.9%	50.5%	37.4%	27.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	69.8%	116.1%	7.1%	6.2%	4.8%
投资和汇兑收益	317.8	217.5	263.5	266.2	249.1	净资产增长率	25.9%	118.7%	26.0%	16.1%	17.2%
营业利润	1,161.9	1,687.3	2,588.3	3,574.8	4,564.5	盈利能力					
加:营业外净收支	12.9	7.7	13.5	11.4	10.9	毛利率	39.1%	41.2%	39.0%	39.8%	40.0%
利润总额	1,174.9	1,695.1	2,601.9	3,586.2	4,575.4	营业利润率	33.7%	32.4%	32.0%	31.9%	31.6%
减:所得税	161.2	237.6	344.6	489.9	624.1	净利润率	27.3%	26.1%	25.6%	25.6%	25.4%
净利润	940.8	1,361.7	2,073.8	2,870.4	3,661.6	EBITDA/营业收入	38.0%	34.5%	32.9%	32.6%	32.1%
						EBIT/营业收入	36.6%	33.3%	32.0%	31.9%	31.6%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	38.8%	23.3%	20.1%	24.4%	22.1%
货币资金	2,394.3	5,299.6	8,292.5	10,743.6	13,863.5	负债权益比	63.3%	30.3%	25.2%	32.2%	28.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.53	2.68	3.44	3.13	3.63
应收帐款	1,738.9	2,820.3	3,728.4	5,914.6	6,324.9	速动比率	1.44	2.57	3.27	2.99	3.47
应收票据	16.8	18.9	43.1	43.2	63.7	利息保障倍数	12.53	36.52			
预付帐款	186.5	219.2	343.6	504.5	569.4	营运能力					
存货	275.1	345.9	622.9	775.2	974.2	固定资产周转天数	30	24	17	11	8
其他流动资产	17.0	56.6	24.9	32.8	38.1	流动营业资本周转天数	-2	20	30	40	43
可供出售金融资产	513.8	466.8	326.9	435.8	409.9	流动资产周转天数	441	462	485	499	497
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	162	157	146	155	153
长期股权投资	1,436.1	1,891.4	1,891.4	1,891.4	1,891.4	存货周转天数	24	21	22	22	22
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	974	998	904	797	728
固定资产	304.8	399.8	369.9	340.1	310.2	投资资本周转天数	268	352	322	248	203
在建工程	79.8	30.0	30.0	30.0	30.0	费用率					
无形资产	1,325.5	4,323.2	4,281.7	4,240.1	4,198.5	销售费用率	1.8%	2.4%	1.8%	2.0%	2.1%
其他非流动资产	2,246.9	2,517.0	2,306.4	2,354.9	2,391.7	管理费用率	5.8%	5.5%	5.4%	5.6%	5.5%
资产总额	10,535.6	18,388.8	22,261.7	27,306.1	31,065.4	财务费用率	2.9%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	959.5	211.2	-	-	-	三费/营业收入	10.5%	8.9%	7.2%	7.6%	7.6%
应付帐款	1,535.8	2,134.4	2,937.1	4,740.7	4,965.3	投资回报率					
应付票据	3.9	6.9	15.9	11.1	24.0	ROE	15.5%	10.0%	12.1%	14.6%	15.9%
其他流动负债	524.0	917.3	845.1	1,008.5	1,027.4	ROA	9.6%	7.9%	10.1%	11.3%	12.7%
长期借款	50.0	17.7	-	-	-	ROIC	57.3%	46.2%	32.2%	41.3%	49.7%
其他非流动负债	1,012.1	991.6	683.9	895.9	857.1	分红指标					
负债总额	4,085.4	4,279.0	4,482.0	6,656.2	6,873.8	DPS(元)	0.05	0.04	0.07	0.11	0.12
少数股东权益	372.2	535.4	709.7	931.9	1,215.1	分红比率	15.3%	8.8%	10.5%	11.5%	10.3%
股本	1,076.9	1,229.5	3,123.4	3,123.4	3,123.4	股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%
留存收益	4,771.2	12,231.3	13,946.5	16,594.6	19,853.1						
股东权益	6,450.2	14,109.7	17,779.7	20,649.9	24,191.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.30	0.44	0.66	0.92	1.17
净利润	1,013.7	1,457.4	2,073.8	2,870.4	3,661.6	BVPS(元)	1.95	4.35	5.47	6.31	7.36
加:折旧和摊销	48.8	62.9	71.4	71.4	71.4	PE(X)	61.1	42.2	27.7	20.0	15.7
资产减值准备	84.4	135.0	-	-	-	PB(X)	9.5	4.2	3.4	2.9	2.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	132.0	-18.2	55.0	22.0	17.7
财务费用	113.1	90.5	-	-	-	P/S	16.7	11.0	7.1	5.1	4.0
投资损失	-317.8	-217.5	-263.5	-266.2	-249.1	EV/EBITDA	12.9	8.9	18.0	12.5	9.2
少数股东损益	72.9	95.7	183.5	225.9	289.7	CAGR(%)	45.1%	39.4%	33.9%	45.1%	39.4%
营运资金的变动	-636.2	-143.5	-353.8	-585.2	-485.4	PEG	1.4	1.1	0.8	0.4	0.4
经营活动产生现金流量	781.4	1,359.2	1,711.5	2,316.3	3,288.2	ROIC/WACC	5.5	4.4	3.1	4.0	4.8
投资活动产生现金流量	-757.6	-3,756.0	403.4	157.3	275.0						
融资活动产生现金流量	181.0	5,320.8	878.0	-22.5	-443.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn