碧 水 源 (300070.SZ)　环保设备行业

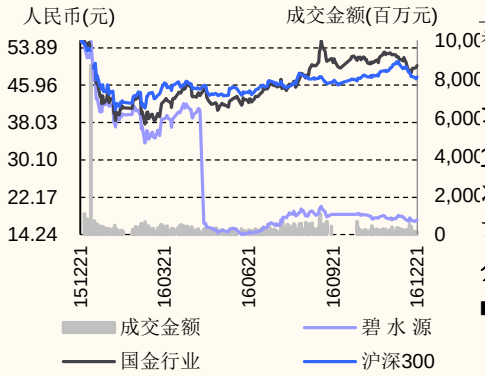
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：17.39 元
目标价格（人民币）：22.00-25.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,008.73
总市值(百万元)	54,315.96
年内股价最高最低(元)	55.31/14.24
沪深 300 指数	3338.54



相关报告

1.《收购固废优质标的，助力 PPP 项目扩张-公司点评：碧水源事件点...》，2016.9.20

2.《膜技术领先，充裕订单支撑业绩确定性增长-碧水源公司深度研究》，2016.8.20

投建银行获批，融资渠道拓宽

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.874	1.108	0.668	1.046	1.358
每股净资产(元)	5.64	11.04	12.55	15.10	18.45
每股经营性现金流(元)	0.73	1.11	1.70	2.66	3.30
市盈率(倍)	39.84	46.74	26.01	16.63	12.80
行业优化市盈率(倍)	118.45	134.81	73.34	73.34	73.34
净利润增长率(%)	12.01%	44.74%	53.33%	56.45%	29.88%
净资产收益率(%)	15.48%	10.03%	13.54%	17.59%	18.70%
总股本(百万股)	1,076.94	1,229.46	3,123.40	3,123.40	3,123.40

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

12 月 21 日，公司公告关于筹建北京中关村银行股份有限公司获得中国银监会核准批复。同意在北京市筹建北京中关村银行，银行类别为民营银行。二、同意北京碧水源科技股份有限公司认购北京中关村银行总股本 27%股份的发起人资格。

分析点评

- **项目融资渠道拓宽，节约成本增加效益：**北京中关村银行注册资本 40 亿元，由碧水源等 10 家公司共同投资发起设立。公司出资 10.8 亿元，占比 27%，为第二大股东。此次参股中关村银行，将有助于公司拓宽融资渠道，搭建水处理融资平台，降低融资成本，从而变相提高公司收益和业绩。
- **订单充足盈利能力强：**截止目前，公司今年新签订单 50 余个，将近 90 亿元，目前在手待完成订单 180 亿元，不确定性订单估计在 170 亿元，加以高技术壁垒高盈利能力的膜技术，以 1-2 年的建设周期来看，在手的订单足够支撑未来 2 年业绩的高速增长。
- **未来兼并收购继续扩大规模：**公司同时指出，未来将“通过兼并收购扩大规模”，拓展 MBR 和 DF 膜市场，切入饮水机、自来水领域深度净化、家用净水领域等业务范围。目前公司水处理规模接近每天 3000 万吨，业务形势良好，并且四季度订单落地和回款进度良好。这些都为公司今后继续扩大规模提供强有力支撑。

投资建议

- 公司近 2 年确定的业绩高增长，黑臭水体治理、污水资源化利用等为公司带来巨大成长空间，我们看好公司的持续成长性，维持评级。预计公司 2016/2017 年 EPS 为 0.67 元/1.04 元。给予公司 2016 年 40 倍 P/E，对应目标价 26.80 元，给予“买入”评级。

苏宝亮　分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**3,133**	**3,449**	**5,214**	**10,242**	**15,452**	**20,179**
增长率		10.1%	51.2%	96.4%	50.9%	30.6%
主营业务成本	-1,968	-2,099	-3,066	-6,269	-9,689	-12,809
%销售收入	62.8%	60.9%	58.8%	61.2%	62.7%	63.5%
毛利	1,166	1,350	2,149	3,973	5,763	7,369
%销售收入	37.2%	39.1%	41.2%	38.8%	37.3%	36.5%
营业税金及附加	-82	-58	-82	-154	-232	-303
%销售收入	2.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-37	-61	-127	-277	-417	-545
%销售收入	1.2%	1.8%	2.4%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-152	-201	-287	-614	-927	-1,211
%销售收入	4.9%	5.8%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润（EBIT）	895	1,029	1,652	2,928	4,187	5,311
%销售收入	28.6%	29.8%	31.7%	28.6%	27.1%	26.3%
财务费用	-51	-101	-47	-19	-45	-15
%销售收入	1.6%	2.9%	0.9%	0.2%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-51	-84	-135	-435	-264	-269
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	255	318	217	80	60	60
%税前利润	23.9%	27.1%	12.8%	3.1%	1.5%	1.2%
营业利润	1,048	1,162	1,687	2,554	3,939	5,087
营业利润率	33.4%	33.7%	32.4%	24.9%	25.5%	25.2%
营业外收支	20	13	8	8	10	10
税前利润	1,068	1,175	1,695	2,562	3,949	5,097
利润率	34.1%	34.1%	32.5%	25.0%	25.6%	25.3%
所得税	-128	-161	-238	-384	-592	-765
所得税率	12.0%	13.7%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	940	1,014	1,457	2,178	3,357	4,333
少数股东损益	100	73	96	90	90	90
归属于母公司的净利润	**840**	**941**	**1,362**	**2,088**	**3,267**	**4,243**
净利率	26.8%	27.3%	26.1%	20.4%	21.1%	21.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	940	1,014	1,457	2,178	3,357	4,333
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	83	133	198	634	619	714
非经营收益	-189	-219	-170	2	63	79
营运资金变动	-160	-147	-126	-729	-765	-1,069
经营活动现金净流	**674**	**781**	**1,359**	**2,085**	**3,274**	**4,056**
资本开支	-196	-1,019	-3,258	-4,203	-1,990	-1,490
投资	-374	-114	-342	0	0	0
其他	-1,004	376	-155	80	60	60
投资活动现金净流	**-1,574**	**-758**	**-3,756**	**-4,123**	**-1,930**	**-1,430**
股权募资	168	92	6,343	0	0	0
债权募资	1,103	257	-781	587	700	261
其他	-101	-168	-241	-225	-261	-277
筹资活动现金净流	**1,170**	**181**	**5,321**	**362**	**439**	**-16**
现金净流量	**270**	**205**	**2,924**	**-1,676**	**1,783**	**2,610**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,172	2,394	5,300	3,623	5,406	8,016
应收款项	1,375	1,756	2,839	4,471	7,126	9,803
存货	193	275	346	773	1,327	1,930
其他流动资产	89	203	276	562	840	1,100
流动资产	3,829	4,629	8,761	9,428	14,699	20,849
%总资产	47.1%	43.9%	47.6%	40.8%	49.0%	56.0%
长期投资	3,605	4,129	4,780	4,780	4,780	4,780
固定资产	355	385	430	3,290	5,000	6,120
%总资产	4.4%	3.7%	2.3%	14.2%	16.7%	16.4%
无形资产	328	1,363	4,365	5,517	5,451	5,387
非流动资产	4,304	5,907	9,628	13,662	15,311	16,372
%总资产	52.9%	56.1%	52.4%	59.2%	51.0%	44.0%
资产总计	**8,133**	**10,536**	**18,389**	**23,090**	**30,011**	**37,221**
短期借款	750	960	211	0	0	260
应付款项	1,035	1,659	2,341	3,764	6,067	8,186
其他流动负债	824	405	718	1,467	2,151	2,772
流动负债	2,609	3,023	3,270	5,232	8,219	11,218
长期贷款	353	50	18	18	18	19
其他长期负债	48	1,012	992	1,790	2,490	2,490
负债	**3,010**	**4,085**	**4,279**	**7,039**	**10,726**	**13,726**
普通股股东权益	4,841	6,078	13,574	15,426	18,569	22,689
少数股东权益	282	372	535	625	715	805
负债股东权益合计	**8,133**	**10,536**	**18,389**	**23,090**	**30,011**	**37,221**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.942	0.874	1.108	0.668	1.046	1.358
每股净资产	5.431	5.644	11.041	12.547	15.104	18.454
每股经营现金净流	0.756	0.726	1.106	1.696	2.663	3.299
每股股利	0.000	0.300	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	17.35%	15.48%	10.03%	13.54%	17.59%	18.70%
总资产收益率	10.33%	8.93%	7.41%	9.04%	10.88%	11.40%
投入资本收益率	12.64%	10.55%	9.30%	13.98%	16.37%	17.22%
增长率						
主营业务收入增长率	76.87%	10.08%	51.17%	96.42%	50.88%	30.59%
EBIT 增长率	58.48%	15.01%	60.54%	77.20%	43.00%	26.84%
净利润增长率	49.33%	12.01%	44.74%	53.33%	56.45%	29.88%
总资产增长率	54.60%	29.55%	74.54%	25.57%	29.97%	24.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	112.3	153.7	146.7	155.0	165.0	175.0
存货周转天数	29.8	40.7	37.0	45.0	50.0	55.0
应付账款周转天数	124.0	212.3	209.6	180.0	190.0	195.0
固定资产周转天数	32.5	32.3	28.0	80.5	70.2	61.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.87%	-7.27%	-29.44%	-11.77%	-15.41%	-22.65%
EBIT 利息保障倍数	17.5	10.2	34.8	155.6	94.0	357.8
资产负债率	37.01%	38.78%	23.27%	30.48%	35.74%	36.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

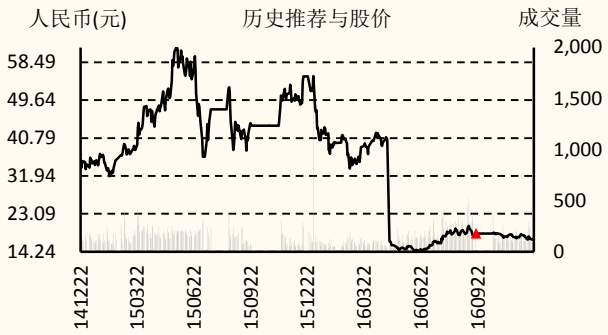
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-20	买入	19.33	26.00～28.00
2	2016-09-20	买入	18.51	24.00～25.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD