

碧水源 (300070.SZ) 环保行业

评级: 买入 维持评级

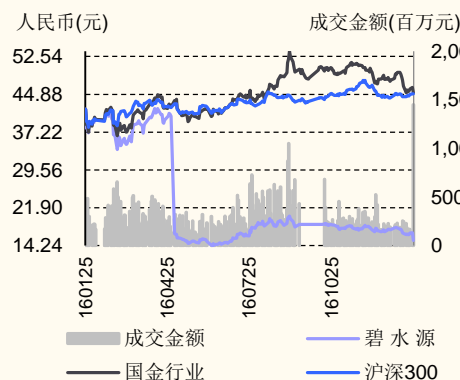
公司点评

市场价格 (人民币): 15.31 元
目标价格 (人民币): 19.00-20.00 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)	47,819.28
年内股价最高最低(元)	42.02/14.24
沪深 300 指数	3364.45



相关报告

1. 《投建银行获批, 融资渠道拓宽-碧水源公司点评》, 2016.12.22
2. 《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
3. 《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

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

偶发因素拖累业绩增速, 龙头应享受估值溢价

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	0.589	0.778	1.009
每股净资产(元)	5.64	11.04	12.35	14.22	16.69
每股经营性现金流(元)	0.73	1.11	1.45	2.14	2.61
市盈率(倍)	39.84	46.74	25.99	19.67	15.17
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	12.01%	44.74%	35.13%	32.10%	29.72%
净资产收益率(%)	15.48%	10.03%	12.12%	13.90%	15.37%
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

- 2017年1月24日, 公司发布公告, 预计2016年归母净利润同比增长20-50%, 达16.3-20.4亿元。业绩低于此前卖方预期, 股价大跌近9%。

经营分析

- **第四季度业绩低于预期, 全年业绩受部分影响:** 公司前三季度业绩均保持70%以上高增长, 预计第四季度归母净利润达11.95-16.03亿元(占全年的73-79%), 去年同期为11.09亿元(占全年的81%), 同比增幅仅约8-45%, 因第四季度占比净利润高比例, 加上其业绩增幅低, 造成全年业绩与预期相差较大, 但全年业绩实现约35%的增长仍是大概率事件。主要是部分大单执行延迟到2017年初, 结算进度影响2016年利润2亿元左右。
- **基本面稳定, 订单充足, 未来持续增长有保障:** 我们认为, 公司业绩增速低于预期与工程项目完成及结算周期有关, 偶然因素使然, 相应回款状况放缓。但公司基本面依然稳定, 2016年新签订单200多亿元, 目前在手待完成订单近180亿元。公司膜技术壁垒高, 盈利能力强, 以1-2年的建设周期来看, 足够支撑未来2年业绩30%的复合增长。今天下跌, 对应17年估值约19倍。公司作为环保领域污水处理龙头企业, 理应享受龙头估值溢价。
- **未来继续兼并收购, 扩大规模, 打通资本通道:** 公司未来将继续拓展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, 为公司今后继续扩大规模提供强有力支撑。此外, 2016年11月份以来, 公司通过股权认购成为国内最大工业气体供应商——盈德气体——第一大股东, 获得香港上市公司平台, 打通国际资本通道的基础上, 也为业务协同拓展工业环保业务提供平台和空间。

投资建议

- 我们预计2016-17年公司可实现营收77.30、102.46亿元, 归母净利润18.4、24.3亿元, 对应EPS为0.59、0.78元/股, PE为25.9X、19.6X, 公司作为环保领域龙头平台型企业, 理应享受估值溢价, 给予2017年25倍PE, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行; PPP业务风险; 应收账款风险; 项目推进不及预期。

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	7,730	10,246	12,793
增长率		10.1%	51.2%	48.3%	32.5%	24.9%
主营业务成本	-1,968	-2,099	-3,066	-4,557	-6,081	-7,557
%销售收入	62.8%	60.9%	58.8%	58.9%	59.4%	59.1%
毛利	1,166	1,350	2,149	3,174	4,165	5,236
%销售收入	37.2%	39.1%	41.2%	41.1%	40.6%	40.9%
营业税金及附加	-82	-58	-82	-116	-154	-192
%销售收入	2.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-37	-61	-127	-209	-277	-345
%销售收入	1.2%	1.8%	2.4%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-152	-201	-287	-464	-615	-768
%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	2,385	3,120	3,932
%销售收入	28.6%	29.8%	31.7%	30.9%	30.4%	30.7%
财务费用	-51	-101	-47	-22	-57	-43
%销售收入	1.6%	2.9%	0.9%	0.3%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-51	-84	-135	-181	-167	-143
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%	3.5%	2.0%	1.6%
营业利润	1,048	1,162	1,687	2,263	2,955	3,805
营业利润率	33.4%	33.7%	32.4%	29.3%	28.8%	29.7%
营业外收支	20	13	8	8	10	10
税前利润	1,068	1,175	1,695	2,271	2,965	3,815
利润率	34.1%	34.1%	32.5%	29.4%	28.9%	29.8%
所得税	-128	-161	-238	-341	-445	-572
所得税率	12.0%	13.7%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	940	1,014	1,457	1,930	2,521	3,243
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	1,840	2,431	3,153
净利率	26.8%	27.3%	26.1%	23.8%	23.7%	24.6%

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	1,930	2,521	3,243
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	83	133	198	380	522	588
非经营收益	-189	-219	-170	2	63	79
营运资金变动	-160	-147	-126	-524	-471	-704
经营活动现金净流	674	781	1,359	1,788	2,635	3,206
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	-1,974	1,144	1,760

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	3,326	4,470	6,230
应收款项	1,375	1,756	2,839	3,522	4,841	6,338
存货	193	275	346	562	833	1,139
其他流动资产	89	203	276	425	552	680
流动资产	3,829	4,629	8,761	7,835	10,696	14,387
%总资产	47.1%	43.9%	47.6%	36.4%	41.1%	46.8%
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%	15.3%	19.2%	19.9%
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%	63.6%	58.9%	53.2%
资产总计	8,133	10,536	18,389	21,496	26,007	30,758
短期借款	750	960	211	0	0	260
应付款项	1,035	1,659	2,341	2,749	3,832	4,868
其他流动负债	824	405	718	1,137	1,467	1,802
流动负债	2,609	3,023	3,270	3,886	5,299	6,929
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	5,693	7,806	9,437
普通股股东权益	4,841	6,078	13,574	15,178	17,485	20,515
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	21,496	26,007	30,758

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.942	0.874	1.108	0.589	0.778	1.009
每股净资产	5.431	5.644	11.041	12.345	14.222	16.687
每股经营现金净流	0.756	0.726	1.106	1.454	2.143	2.607
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%	12.12%	13.90%	15.37%
总资产收益率	10.33%	8.93%	7.41%	8.56%	9.35%	10.25%
投入资本收益率	12.64%	10.55%	9.30%	11.55%	12.84%	13.90%
增长率						
主营业务收入增长率	76.87%	10.08%	51.17%	48.26%	32.54%	24.86%
EBIT 增长率	58.48%	15.01%	60.54%	44.34%	30.80%	26.03%
净利润增长率	49.33%	12.01%	44.74%	35.13%	32.10%	29.72%
总资产增长率	54.60%	29.55%	74.54%	16.90%	20.98%	18.27%
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	106.7	105.8	96.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.87%	-7.27%	-29.44%	-10.07%	-11.19%	-16.58%
EBIT 利息保障倍数	17.5	10.2	34.8	109.0	54.5	91.4
资产负债率	37.01%	38.78%	23.27%	26.48%	30.02%	30.68%

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

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
3	2016-12-22	买入	17.39	22.00~25.00

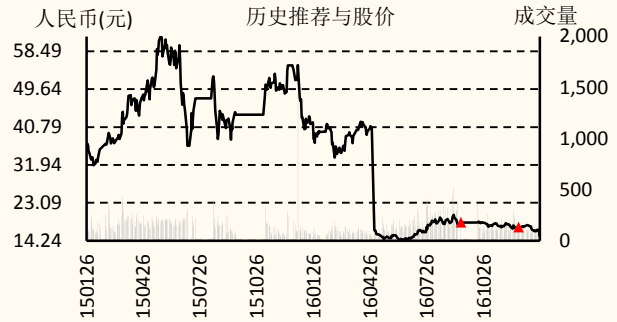
来源：国金证券研究所

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



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作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