

2017年02月20日

华巍
C0066@capital.com.tw
目标价(元)

20RMB

碧水源(300070.SZ)

BUY/买入

地方水务合作再开一花，业绩长期向好不变

结论与建议：

公司今日公告，收到武汉控股北湖设备专案中标通知书，中标价格 9.3 亿元。公司持有武汉控股 5.04%，此次中标是继成功打造云南水务模式后，再次证明公司通过入股地方水务公司，共同开发地区资源模式的正确性，目前公司在湖北地区拓展工作势头良好，未来有望进一步加深合作。

预计公司 16、17、18 年分别实现净利润 18.24 亿元(YOY+33.95%)、25.42 (YOY+39.26%)、34.17 (YOY+34.41%)，EPS0.58 元、0.81 元、1.09，当前股价对应 16、17、17 年动态 PE 27X、20X、15X，未来 PPP 业务发展空间广阔，业绩有望超预期，给予“买入”建议，目标价 20 元(2018 年 PE18X)。

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2017/02/17)	15.88
深证成指(2017/02/17)	10197.92
股价 12 个月高/低	20.6/13.52
总发行股数(百万)	3129.65
A 股数(百万)	2014.99
A 市值(亿元)	319.98
主要股东	文剑平 (22.92%)
每股净值(元)	4.61
股价/帐面净值	3.45
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.1 -9.9 -3.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-01-03	17.83	买入
2016-10-26	18.41	买入

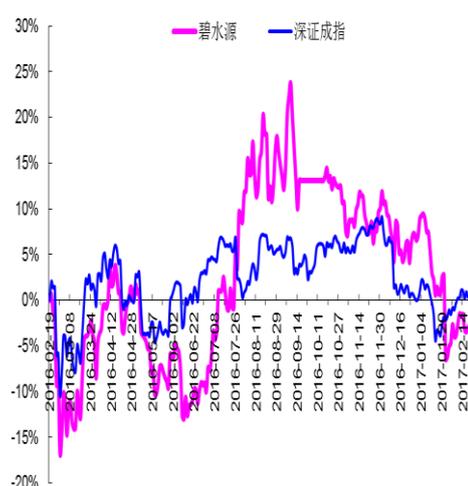
产品组合

污水处理整体解决方案	72.6%
市政与给排水工程	23.2%
净水器	4.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.8%
----	-------

股价相对大盘走势



■ **中标武汉控股 9.3 亿元项目**：此次中标北湖污水处理厂及其附属工程设备安装专案内容包括厂区内污水处理工艺设备、电气设备、仪表、自控设备的采购、安装、调试等，中标价格为 9.3 亿元。公司重视同地方水务的合作关系，自成功打造云南水务模式以来，先后入股武汉控股、漳州发展等地方水务企业，共同发展，实现共赢。此次中标武汉大专案，更是进一步证明这种合作模式的正确性，未来公司将继续推进，抢占先机，开拓更多地方市场。

■ **16 年业绩稍逊预期，不改长期增长趋势**：公司此前发布 16 年业绩预告，预计 16 年净利润增长 20-50%，相比市场预期要偏弱，主要一个接近 10 亿（约 1-2 亿净利润）的膜设备 EPC 大专案因有核心人员变故耽搁了，本应在 16 年 10 月份中标拖至 17 年 1 月中标，此项目将在今年 1 季度或 2 季度确认。短期的不确定因素不会影响碧水源长期业绩向好的态势，公司 16 年全年签订 230 亿订单，今年一月份已签订 28 亿合同，同比增长近 15 倍，为 17 年开了个很好的头，预计 17 年上半年中标达到 200 亿，全年中标额有望达到 300 亿。膜使用寿命一般为 5-8 年，可以推算，膜未来将会进入一个更换周期，一般 1 吨/天的水处理量需要 2 平方米膜进行配套，目前有超过 2000 万吨水使用膜技术，未来换膜这块将会对业绩增长构成支撑。

■ **尝试 PPP 资产证券化**：PPP 模式是未来环保领域最重要的合作模式已无需置疑，财政部发文，水处理和固废处理的专案必须通过 PPP 模式来运作。碧水源在 PPP 领域首次尝试资产证券化，基础资产是新水源公司旗下的一个污水处理 PPP 项目，资产证券化专案发行总规模 8.4 亿元，优先顺序资金 8 亿，次级资金 0.4 亿，杠杆的比例为 95:5。公司通过资产证券化，可以锁定未来的财务成本，并在承担一定的财务杠杆的同时，将公司资金的效用最大化。随着财政部第三批 PPP 示范项目出台，未来 PPP 专案启动速度会进一步加快，公司作为拥有核心技术的水处理龙头，业绩高速增长有保障。

■ **发力净水器销售**：作为带动反渗透膜销售的净水器业务 16 年全年实现销售 40-50 万台，公司对此也给予厚望，不断提升产品性能同时，积极进行广告宣传，另外也在寻找合适的海外净水器品牌择机收购，预计 17 年销量增速 100%。

■ **盈利预测**：预计公司 16、17、18 年分别实现净利润 18.24 亿元 (YOY+33.95%)、25.42 (YOY+39.26%)、34.17 (YOY+34.41%)，EPS0.58 元、0.81 元、1.09，给予“买入”建议，目标价 20 元(2018 年 PE18X)。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	940.81	1361.70	1824.05	2541.96	3416.54
同比增减	%	12.01%	44.74%	33.95%	39.36%	34.41%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.301	0.436	0.584	0.814	1.094
同比增减	%	12.01%	44.74%	33.95%	39.36%	34.41%
A 股市盈率(P/E)	X	52.71	36.42	27.19	19.51	14.52
股利(DPS)	RMB 元	0.046	0.039	0.058	0.081	0.109
股息率(Yield)	%	0.29%	0.25%	0.37%	0.51%	0.69%

=预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	3,449	5,214	8,848	12,856	17,745
经营成本	2,099	3,066	5,728	8,554	11,880
营业税金及附加	58	82	177	231	319
销售费用	61	127	265	321	444
管理费用	201	287	496	668	923
财务费用	101	47	133	193	266
资产减值损失	84	135	130	130	130
投资收益	318	217	220	220	220
营业利润	1,162	1,687	2,139	2,978	4,003
营业外收入	15	10	8	15	15
营业外支出	2	2	5	7	5
利润总额	1,175	1,695	2,142	2,986	4,013
所得税	161	238	300	418	562
少数股东损益	73	96	18	26	35
归属于母公司所有者的净利润	941	1,362	1,824	2,542	3,417

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	2,394	5,300	5,830	6,704	7,710
应收帐款	1,756	2,839	3,095	3,373	3,677
存货	275	346	398	457	526
流动资产合计	4,629	8,761	9,678	10,937	12,258
长期投资净额	1,436	1,891	1,986	2,085	2,190
固定资产合计	305	400	999	1,149	1,322
在建工程	80	30	21	24	28
无形资产	4,086	7,307	8,463	10,123	12,170
资产总计	10,536	18,389	21,147	24,319	27,967
流动负债合计	3,023	3,270	3,727	4,324	4,929
长期负债合计	1,062	1,009	1,110	1,277	1,456
负债合计	4,085	4,279	4,838	5,601	6,385
少数股东权益	372	535	423	500	463
股东权益合计	6,078	13,574	15,886	18,218	21,119
负债和股东权益总计	10,536	18,389	21,147	24,319	27,967

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	781	1,359	225	275	275
投资活动产生的现金流量净额	-758	-3,756	-1,569	-1,763	-1,763
筹资活动产生的现金流量净额	181	5,321	1,874	2,362	2,494
现金及现金等价物净增加额	205	2,924	530	874	1,006

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。