

碧水源 (300070.SZ) 环保设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

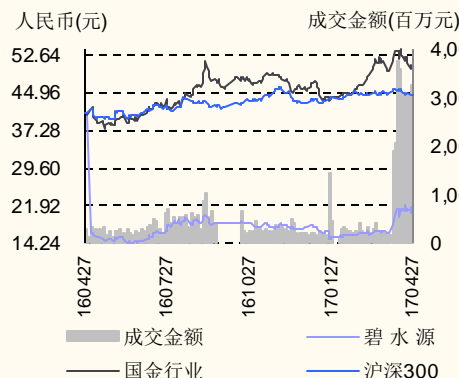
市场价格(人民币)：21.11元

一季报业绩靓丽，全年有望受益水处理提标

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)	65,935.01
年内股价最高最低(元)	41.02/14.24
沪深 300 指数	3446.72



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.108	0.590	0.824	1.106	1.522
每股净资产(元)	11.04	4.96	5.66	6.59	7.90
每股经营性现金流(元)	1.10	0.24	0.71	1.28	1.86
市盈率(倍)	46.74	29.68	25.61	19.08	13.87
行业优化市盈率(倍)	32.32	32.32	32.32	32.32	32.32
净利润增长率(%)	44.74%	35.55%	39.52%	34.27%	37.64%
净资产收益率(%)	10.03%	11.89%	14.56%	16.77%	19.28%
总股本(百万股)	1,229.46	3,126.86	3,126.86	3,126.86	3,126.86

来源：公司公告、国金证券研究所

事件

■ 2017 年一季度实现营收 11.2 亿元，同比增长 77.5%；归母净利润 2.3 亿元，同比增长 554%，扣非后归母净利润达 8564 万元，同比增长 153%。

分析

■ 一季度业绩大幅增长，主因订单量大幅增加及投资收益增厚利润。一季度公司 EPC 和 PPP 订单合计大幅增加至 108 亿元（16 年为 20 亿），其中新增 EPC、BOT 订单金额约为 40 亿、57 亿。公司连续中标内蒙古兴安、河北秦皇岛、广东阳春等多个 PPP 项目，新订单叠加 16 年的留下的 180 亿在手待完成订单的逐步施工，致使一季度业绩略超预期。另外，公司于 3 月将其持有的全部 7,967 万股盈德气体股份以每股港币 6 元出售，获投资收益约 1.4 亿元，增厚一季度业绩。若剔除投资收益 1.7 亿元，公司扣非后净利润仍增长 153%。公司期末在手未确认收入的 EPC、BOT 订单总额 63.7、184.3 亿元，以 1-2 年的建设周期来看，未来业绩 30% 复合增长可期。

■ 经营性现金流继续减少，财务费用增加。一季度项目施工进度加快，报告期内经营性现金流净额为 17.1 亿元，同比减少 157%，主因季节性采购支出增加及投标项目增加，投标保证金、履约保证金支出增加所致。因报告期间发行了中票及 PPP 融资增加，财务费用增长 371%，达 5307 万元。

■ 水处理有望提标，公司技术为胜。雄安新区需要新建高标准的污水处理厂或对原有污水处理厂进行提标改造；另外两会及十三五规划提出，到 2020 年白洋淀水域水质需稳定达到地表水 III 类标准，因此膜技术将是主流技术。公司开发的“MBR+DF”技术可以将污水直接净化成地表水 II 类或 III 类，且在京津冀地区项目经验丰富，MBR 工程类全国市占率达 10%。考虑到京津冀地区水环境问题具有共性，公司将凭借膜技术积极参与雄安新区的生态环境建设。1) 公司在京津冀地区水环境订单约 100 亿。2) 优先布局河北，早在 2015 年 11 月，公司就与保定市政府签署战略合作协议，公司将投资 80 亿元用于保定市环境治理工作。3) 公司先后承接了巢湖、潮白河、滇池、太湖等多项流域治理项目，积累了再生水厂、水资源利用、水污染防治与生态修复等项目建设的丰富经验。

投资建议

■ 预计 2017-19 年 EPS 为 0.82、1.11、1.52 元/股，PE 为 26X、19X、14X，维持“买入”评级。

相关报告

- 《订单规模持续高增，白洋淀有望助力 17 年腾飞-碧水源公司点评》，2017.4.13
- 《再获生态治理订单实力尽显，未来高增长可期-碧水源公司点评》，2017.4.10
- 《PPP 落地加速增厚业绩，技术和经验有望助力雄安水城共融-碧...》，2017.4.6
- 《偶发因素拖累业绩增速，龙头应享受估值溢价-碧水源公司点评》，2017.1.25
- 《投建银行获批，融资渠道拓宽-碧水源公司点评》，2016.12.22

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

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,449	5,214	8,892	12,980	17,870	24,800
增长率		51.2%	70.5%	46.0%	37.7%	38.8%
主营业务成本	-2,099	-3,066	-6,101	-8,940	-12,330	-17,170
%销售收入	60.9%	58.8%	68.6%	68.9%	69.0%	69.2%
毛利	1,350	2,149	2,791	4,040	5,540	7,630
%销售收入	39.1%	41.2%	31.4%	31.1%	31.0%	30.8%
营业税金及附加	-58	-82	-51	-143	-161	-218
%销售收入	1.7%	1.6%	0.6%	1.1%	0.9%	0.9%
营业费用	-61	-127	-147	-215	-297	-412
%销售收入	1.8%	2.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-201	-287	-409	-636	-876	-1,190
%销售收入	5.8%	5.5%	4.6%	4.9%	4.9%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	1,029	1,652	2,184	3,046	4,207	5,810
%销售收入	29.8%	31.7%	24.6%	23.5%	23.5%	23.4%
财务费用	-101	-47	-84	-123	-170	-148
%销售收入	2.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	0.6%
资产减值损失	-84	-135	-151	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	318	217	264	200	150	100
%税前利润	27.1%	12.8%	11.8%	6.4%	3.6%	1.7%
营业利润	1,162	1,687	2,213	3,123	4,187	5,762
营业利润率	33.7%	32.4%	24.9%	24.1%	23.4%	23.2%
营业外收支	13	8	22	13	13	15
税前利润	1,175	1,695	2,235	3,136	4,200	5,777
利润率	34.1%	32.5%	25.1%	24.2%	23.5%	23.3%
所得税	-161	-238	-385	-541	-725	-996
所得税率	13.7%	14.0%	17.2%	17.3%	17.3%	17.3%
净利润	1,014	1,457	1,850	2,595	3,476	4,780
少数股东损益	73	96	4	20	18	21
归属于母公司的净利润	941	1,362	1,846	2,575	3,458	4,759
净利率	27.3%	26.1%	20.8%	19.8%	19.3%	19.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,014	1,457	1,850	2,595	3,476	4,780
少数股东损益	73	96	4	20	18	21
非现金支出	133	197	239	154	284	415
非经营收益	-219	-170	-198	120	149	176
营运资金变动	-147	-126	-1,141	-663	92	450
经营活动现金净流	781	1,358	750	2,206	4,001	5,821
资本开支	-1,019	-3,258	-3,718	-3,746	-3,989	-4,189
投资	-114	-342	-1,111	-50	-51	-50
其他	376	-155	-9	200	150	100
投资活动现金净流	-758	-3,756	-4,838	-3,596	-3,890	-4,139
股权募资	92	6,343	811	0	0	0
债权募资	257	-781	7,201	1,039	-254	-702
其他	-168	-241	-1,663	-706	-857	-981
筹资活动现金净流	181	5,321	6,348	334	-1,111	-1,683
现金净流量	205	2,923	2,260	-1,056	-1,000	0

来源：公司公告、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,394	5,300	9,056	8,000	7,000	7,000
应收款项	1,756	2,839	4,831	7,045	9,747	13,392
存货	275	346	431	661	946	1,317
其他流动资产	203	276	1,094	1,299	1,527	1,851
流动资产	4,629	8,761	15,412	17,005	19,220	23,560
%总资产	43.9%	47.6%	48.5%	45.9%	44.7%	46.0%
长期投资	4,129	4,780	5,784	5,834	5,884	5,934
固定资产	385	430	495	2,196	3,976	5,834
%总资产	3.7%	2.3%	1.6%	5.9%	9.2%	11.4%
无形资产	1,363	4,365	10,000	11,923	13,858	15,784
非流动资产	5,907	9,628	16,395	20,019	23,796	27,638
%总资产	56.1%	52.4%	51.5%	54.1%	55.3%	54.0%
资产总计	10,536	18,389	31,806	37,024	43,016	51,198
短期借款	960	211	3,392	4,432	4,168	3,455
应付款项	1,659	2,341	5,738	7,288	10,050	13,990
其他流动负债	405	718	4,609	5,046	5,590	6,440
流动负债	3,023	3,270	13,739	16,766	19,808	23,885
长期贷款	50	18	1,467	1,467	1,467	1,468
其他长期负债	1,012	992	266	268	274	286
负债	4,085	4,279	15,472	18,501	21,549	25,639
普通股股东权益	6,078	13,574	15,521	17,690	20,616	24,687
少数股东权益	372	535	813	833	851	872
负债股东权益合计	10,536	18,389	31,806	37,024	43,016	51,198

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.874	1.108	0.590	0.824	1.106	1.522
每股净资产	5.644	11.041	4.964	5.657	6.593	7.895
每股经营现金净流	0.726	1.105	0.240	0.706	1.280	1.862
每股股利	4.374	4.374	0.070	0.130	0.170	0.220
回报率						
净资产收益率	15.48%	10.03%	11.89%	14.56%	16.77%	19.28%
总资产收益率	8.93%	7.41%	5.80%	6.96%	8.04%	9.30%
投入资本收益率	10.55%	9.30%	8.52%	10.31%	12.83%	15.76%
增长率						
主营业务收入增长率	10.08%	51.17%	70.54%	45.97%	37.67%	38.78%
EBIT增长率	15.01%	60.54%	32.17%	39.46%	38.12%	38.10%
净利润增长率	12.01%	44.74%	35.55%	39.52%	34.27%	37.64%
总资产增长率	29.55%	74.54%	72.97%	16.40%	16.19%	19.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	153.7	146.7	139.5	174.0	175.0	173.0
存货周转天数	40.7	37.0	23.2	27.0	28.0	28.0
应付账款周转天数	212.3	209.6	208.6	250.0	250.0	250.0
固定资产周转天数	32.3	28.0	16.5	36.6	46.6	43.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.27%	-29.44%	-25.70%	-11.34%	-6.36%	-8.13%
EBIT利息保障倍数	10.2	34.8	25.9	24.8	24.8	39.2
资产负债率	38.78%	23.27%	48.65%	49.97%	50.10%	50.08%

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	7	9	51
增持	0	0	1	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.13	1.10	1.12

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。

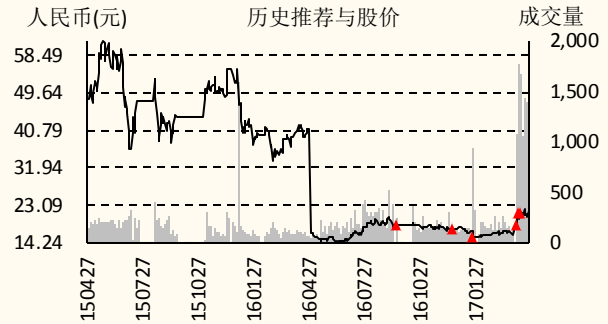
最终评分与平均投资建议对照：

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
3	2016-12-22	买入	17.39	22.00~25.00
4	2017-01-25	买入	15.35	19.00~20.00
5	2017-04-06	买入	17.84	N/A
6	2017-04-10	买入	20.02	N/A
7	2017-04-13	买入	19.65	N/A

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