

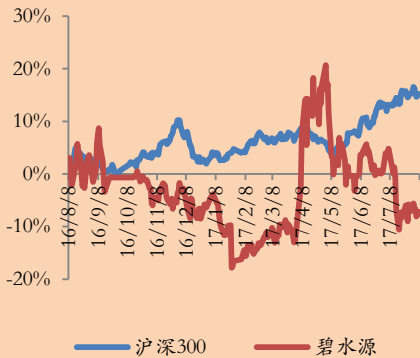


碧水源 (300070)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-08-08

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161591

ivanyiyang@163.com

订单规模扩大延续, 全年业绩高增长可期

事件:

公司发布 2017 年半年报, 报告期内实现营业收入 28.95 亿元, 同比增长 23.34%, 实现归属于上市公司股东的净利润 5.34 亿元, 同比增长 97.73%。

主要观点:

□ 盈利增速平稳, “订单充沛+膜技术领先” 助推全年业绩高增长

从业绩来看, 上半年营收同比增长 23%, 保持了上市以来快速增长的态势。净利润 5.34 亿元, 其中处置盈德气体获益 1.8 亿元, 占比超过三成。公司扣非后净利为 3.21 亿元, 同比增长 20.33%, 增速平稳。从订单来看, 公司目前在手 EPC 订单 119 个共计 101.9 亿元, 其中上半年新增 63 个供给 112 亿元; 在手特许经营类订单 23 个合计 1.9 亿元; 其中上半年新增 28 个合计 146.9 亿元。公司上半年新增订单量已经接近去年全年水平, 因项目回款和收入确认通常集中在下半年, 公司充沛新增订单助推全年业绩高增长。从毛利率来看, 公司整理毛利率水平较去年进一步下降了 4.19 个百分点至 27.20%, 其主要原因是公司近年来承接的 PPP 项目里, 工程类业务占比逐渐增多, 导致毛利水平下滑。此外, 公司承担黑臭河项目明显增多, 其毛利相对较低也拖累了公司整体毛利率水平。值得注意的是, 公司核心膜产品的毛利率水平稳定, 公司在膜技术领域核心地位非常稳固, 是世界唯一 (苏伊士与碧水源) 拥有全系列膜生产技术的公司。

□ 外延并购危废领域, 布局大生态

公司外延并购首次进入危废领域, 以 7500 万元收购定州市冀环危废和京城环保, 进一步加强公司在京津冀地区的业务与市场竞争力。标的公司目前具有危废等焚烧处置规模约 9,500 吨/年, 计划到 2020 年将扩充到 2.9 万吨/年的焚烧处置能力。公司上半年 8.49 亿元收购良业环境, 在 PPP 项目愈发综合性的背景下, 为公司打造城市景观建设、提供支撑特色小镇城市景观建设提供了技术支持和项目经验。

□ 盈利预测与估值

随着国家对高品质水环境的刚性需求愈发迫切, 外加国家 PPP 的持续性推动和雄安新区建设的长期主题性投资机会催化, 我们认为公司未来业绩持续性稳健增长可期。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.72 元、1.08 元、1.57 元, 对应的 PE 分别为 24 倍、16 倍、11 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测: 单位: 百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8892	12894	18051	24369
收入同比 (%)	71%	45%	40%	35%
归属母公司净利润	1846	2264	3398	4928
净利润同比 (%)	36%	23%	50%	45%
毛利率 (%)	31.4%	31.0%	32.0%	33.0%
ROE (%)	11.3%	13.4%	16.9%	19.8%
每股收益	0.59	0.72	1.08	1.57
P/E	29.25	23.85	15.89	10.96
P/B	3.48	3.22	2.72	2.21
EV/EBITDA	20	13	9	6

资料来源: wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	15,412	20,203	26,992	36,186	营业收入	8,892	12,894	18,051	24,369
现金	9,056	10,726	13,615	17,953	营业成本	6,101	8,897	12,275	16,327
应收账款	4,801	6,812	9,683	13,035	营业税金及附加	51	208	245	311
其他应收款	570	625	972	1,352	销售费用	147	227	345	473
预付账款	404	664	952	1,403	管理费用	409	671	954	1,255
存货	431	933	1,179	1,478	财务费用	84	121	83	24
其他流动资产	150	442	591	965	资产减值损失	151	0	0	0
非流动资产	16,395	14,271	13,788	13,242	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	2,338	1,888	2,039	2,088	投资净收益	264	0	0	0
固定资产	401	375	350	325	营业利润	2,213	2,771	4,149	5,979
无形资产	9,933	9,271	8,653	8,076	营业外收入	27	0	0	0
其他非流动资产	3,723	2,736	2,746	2,753	营业外支出	5	2	3	3
资产总计	31,806	34,474	40,780	49,428	利润总额	2,235	2,769	4,146	5,976
流动负债	13,739	14,435	17,601	21,686	所得税	385	394	614	901
短期借款	2,479	2,414	2,332	2,224	净利润	1,850	2,374	3,533	5,075
应付账款	4,946	6,476	9,002	12,365	少数股东损益	4	111	135	147
其他流动负债	6,314	5,545	6,267	7,097	归属母公司净利润	1,846	2,264	3,398	4,928
非流动负债	1,733	2,347	2,242	2,107	EBITDA	2,385	3,579	4,875	6,605
长期借款	1,467	1,467	1,467	1,467	EPS (元)	0.59	0.72	1.08	1.57
其他非流动负债	266	880	775	640					
负债合计	15,472	16,782	19,842	23,794					
少数股东权益	813	924	1,058	1,205					
股本	3,127	3,134	3,134	3,134					
资本公积	6,682	5,744	5,744	5,744					
留存收益	5,807	7,890	11,002	15,551					
归属母公司股东权益	15,521	16,768	19,880	24,429					
负债和股东权益	31,806	34,474	40,780	49,428					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	752	1,467	3,491	4,901
净利润	1,850	2,264	3,398	4,928
折旧摊销	90	688	643	602
财务费用	93	121	83	24
投资损失	(264)	0	0	0
营运资金变动	1,871	(1,716)	(768)	(800)
其他经营现金流	(2,889)	111	135	147
投资活动现金流	(4,838)	1,387	(151)	(49)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(446)	449	(151)	(49)
其他投资现金流	(4,392)	937	0	0
筹资活动现金流	6,335	(1,295)	(451)	(511)
短期借款	2,267	(65)	(82)	(108)
长期借款	1,449	0	0	0
普通股增加	1,897	7	0	0
资本公积增加	(1,465)	(937)	0	0
其他筹资现金流	2,186	(300)	(369)	(403)
现金净增加额	2,249	1,558	2,890	4,340

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	70.54%	45.00%	40.00%	35.00%
营业利润	31.13%	25.25%	49.73%	44.10%
归属于母公司净利	35.55%	22.65%	50.09%	45.03%
获利能力				
毛利率(%)	31.39%	31.00%	32.00%	33.00%
净利率(%)	45.09%	20.76%	17.56%	18.82%
ROE(%)	11.32%	13.42%	16.87%	19.80%
ROIC(%)	27.38%	28.62%	39.07%	53.65%
偿债能力				
资产负债率(%)	48.65%	48.68%	48.66%	48.14%
净负债比率(%)	-36.26%	-0.64%	-7.78%	-11.02%
流动比率	1.12	1.40	1.53	1.67
速动比率	1.09	1.33	1.47	1.60
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.39	0.48	0.54
应收账款周转率	2.62	2.48	2.42	2.39
应付账款周转率	2.55	2.26	2.33	2.28
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.72	1.08	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.47	1.11	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.35	6.34	7.80
估值比率				
P/E	29.3	23.8	15.9	11.0
P/B	3.5	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	20.09	12.98	8.94	5.95

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。