

证券研究报告—动态报告

公用事业

碧水源(300070)

买入

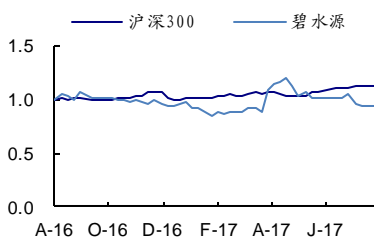
环保 II

2017 年半年报点评

(维持评级)

2017 年 08 月 09 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,134/1,921
总市值/流通(百万元)	53,993/33,099
上证综指/深圳成指	3,279/10,451
12 个月最高/最低(元)	22.71/14.96

相关研究报告:

- 《碧水源-300070-2017 年半年报预告点评: 二季度业绩增速放缓, 看好 PPP 板块预期改善》——2017-07-14
- 《碧水源-300070-重大事件快评: 收购良业环境, 资本对接加速, 助力 PPP 发展》——2017-06-08
- 《碧水源-300070-2016 年报点评: 出售盈德收益颇丰, 订单落地加快》——2017-04-27
- 《碧水源-300070-2016 年报点评: PPP 支持业绩增长, 受益雄安开发高增长可期》——2017-04-12
- 《碧水源-300070-2016 年年报预告点评: PPP 推进顺利, 低估值的优质龙头》——2017-02-28

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

证券分析师: 姚健

电话: 010-88005301
E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

收益质量高, 订单丰富, 高增可期

● 上半年业绩符合预期, 二季度增速放缓是项目结算原因所致

公司上半年实现营收 28.95 亿元, 同比+23.34%, 实现归属净利润 5.34 亿元, 同比+97.73%, 符合预期。实现扣非后净利润 3.21 亿元, 同比+20.33%, 处在预告区间中部。其中二季度扣非后增速放缓, 主要原因预计是部分项目(武汉北湖 80 万吨污水厂项目)尚未结算, 和政府换届影响了部分项目的落地。

● 高毛利污水处理方案毛利占比超过 70%, 收益质量有保障

从收入构成看, 高毛利的环保整体解决方案(毛利率约 36%, 同比持平, 公司核心业务盈利能力稳定)收入稳中有升, 毛利占比超过 72%, 收入质量高仍值得享受更高估值溢价。

● 费用控制得当, 经营性现金流好转

公司经营活动产生的现金流量净额为-7.02 亿元, 同比增加 26.5%, 公司上半年加大回款力度, 收回部分工程及设备款。而投资活动流出延续增加态势, 投资活动现金流净额为-43.9 亿元, 基本达到去年全年水平, 显示公司进一步大力拓展 PPP 项目, 业绩释放可期。

● 订单加速增长, 且质量有保障, 全年业绩无忧

公司龙头优势明显, 上半年新签订单已超 250 亿, 达到去年全年水平, 且集中和污水供水处理厂相关的 BOT 订单(147 亿)超过 EPC 订单, 考虑 EPC 业务中也有相当部分是和水厂相关的, 我们分析公司订单质量优异——和水厂相关的订单占比预计超过 60%。我们看好公司 PPP 业务在下半年落地加快, 保障全年业绩。

● 多领域战略布局逐渐取得突破

公司积极拓展业务领域。6 月 3 日收购定州项目首次进入危废行业, 6 月 8 日此次收购优质光环境运营商良业环境。公司下一步还有望在工业节能和城市环境领域再次取得布局突破, 为公司带来新的盈利增长点。

● 盈利预测与评级

我们预计公司 17-19 年净利润预测分别到 26.3/36.4/49.1 亿元, 对应动态 PE 为 21/15/11X, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,214	8,892	14,412	21,624	30,207
(+/-%)	51.2%	70.5%	62.1%	50.0%	39.7%
净利润(百万元)	1,362	1,846	2629.58	3635.61	4978.24
(+/-%)	44.7%	35.5%	42.5%	38.3%	36.9%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.59	0.84	1.16	1.59
EBITMargin	33.4%	26.1%	19.3%	18.3%	18.1%
净资产收益率(ROE)	10.0%	11.9%	14.8%	17.3%	19.7%
市盈率(PE)	39.7	29.3	20.5	14.8	11.0
EV/EBITDA	32.3	28.8	24.7	18.8	15.2
市净率(PB)	4.0	3.5	3.38	2.87	2.38

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

二季度扣非后增速放缓，PPP 投资进一步加快

二季度扣非增速放缓，部分项目进度和确认影响所致

公司一季度扣非同比增速为 153%，其中包含部分去年订单由于偶发性原因延迟到一季度确认的因素。二季度扣非后仅增长 1%，增速放缓，主要原因预计是部分项目如武汉北湖 80 万吨污水厂项目尚未结算，且上半年受政府换届影响，部分项目落地进度低于预期。

非经常性损益显著增厚上半年公司业绩。上半年公司非经常性损益金额约为 2.25 亿元，其中一季度出售盈德气体获得约 1.85 亿元投资收益；二季度收购良业环境后，原持有良业的 10% 股权按照公允价值重新确认投资收益 5140 万；另有联营企业投资收益与 BT 项目投资收益等合计 3757 万元。

高利润率的解决方案毛利占比超过 72%，收入质量高仍值得享受更高估值溢价

从收入构成看，高毛利率的环保整体解决方案收入稳中有升。上半年环保整体解决方案确认收入 15.5 亿元，同比+29.63%；营收占比为 53.6%，同比增长 2.5pct；毛利率 36.61%，同比减少 0.19pct 保持稳定。市政工程收入 11.04 亿元，同比 4.56%；营收占比为 38.2%，同比减少 7pct；毛利率 9.69%，同比减少 0.82pct。

从子公司收入来看，久安建设仍是大头，上半年确认 20.6 亿元收入，1.44 亿元利润；而膜公司确认收入 1.5 亿元，3926 万元净利润。

公司整体费用控制在正常水平，财务费用略有增长

公司上半年整体毛利率为 27.22%，同比增加了 1.7pct，但较 16 年全年的整体毛利率 32.2% 有所下降。整体费用率同比增长 3pct 至 13.03%，主要是由于财务费用由于银行贷款增长和发行中票手续费增长 239% 到 1.13 亿元。

表 1: 公司三费率同比情况

指标	2017 年 1H	2016 年 1H
销售费用率	2.63%	2.39%
管理费用率	6.51%	6.01%
财务费用率	3.89%	1.41%
三费率	13.03%	9.80%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营性现金流有所好转，投资性现金流显示 PPP 投资进一步加快

公司经营活动产生的现金流量净额为 -7.02 亿元，同比增加 26.5%，公司上半年加大回款力度，收回部分工程及设备款。而投资活动流出延续增加态势，投资活动现金流净额为 -43.9 亿元，同比 -159.8%，基本达到去年全年水平，显示公司进一步大力拓展 PPP 项目，新设公司增加，对子公司投资增加，且 BOT 及 PPP 项目建设投资增加。

PPP 订单签订呈现加速态势

公司上半年新签 EPC 订单 61 个,金额总计 112 亿元,期末在手未确认收入 EPC 订单 102 亿元。新签运营类订单 28 个,总金额 147 亿元。公司上半年新签订单金额超过 250 亿元,仍然是以水厂为主体的 bot 项目为主。

表 2: 2017 年上半年公司工程类订单新增及执行情况 (万元)

业务类型	新增订单		已签订合同				尚未签订合同		报告期确认收入订单		报告期期末在手订单	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	未确认收入 (万元)
EPC	61	1,120,513	43	622,065	18	498,448	102	294,645	119	1,018,186		

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

表 3: 2017 年上半年公司特许经营类订单新增及执行情况 (万元)

业务类型	新增订单		已签订合同				尚未签订合同		报告期尚未执行订单		报告期处于施工期订单		报告期处于运营期订单	
	数量	投资金额	数量	投资金额	数量	投资金额	数量	投资金额	数量	本期完成的投 资金额	未完成投资金额	数量	运营收入	
														数量
BOT	25	1,234,548	13	565,409	12	669,139	12	669,139	70	368,730	1,751,219	23	19,049	
TOT	3	234,355	2	212,357	1	21,998	2	32,998	1	29,070	183,287			
合计	28	1,468,903	15	777,766	13	691,137	14	702,137	71	391,799	1,934,50	23	19,049	

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

我们以 PPP 口径统计了上半年公司 PPP 订单情况,上半年公司新签 PPP 订单约 150 亿元,加上各类框架协议,总订单额度超过 470 亿元。显示进入 2017 年以来,由于河长制的推广、黑臭水体治理的推进,公司 PPP 订单呈现加速态势,龙头优势明显。

表 4: 公司 2017 年部分 PPP 类订单情况

发布日期	中标项目	金额	地区
20170113	古浪县水环境治理 PPP 项目	1.6	甘肃
20170123	河北秦皇岛昌黎县空港产业园区基础设施建设 PPP 项目	5.1	河北
20170123	灵武临港经济区基础设施 PPP 项目	5.4	北京
20170223	江门市生活污水处理设施整市打包 PPP 项目	-	广东
20170215	阳春市生活污水处理设施全市打包 PPP 模式建设项目	3.98	广东
20170228	福州市晋安区水系综合治理及运营维护 PPP 项目	24	福建
20170329	河南省宝丰县污水处理厂 PPP 项目	1.11	河南
20170309	阜康市西部城区污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	2.19	新疆
20170324	鄂尔多斯市哈头才当至康巴什新区供水工程 PPP 项目	20.13	内蒙古
20170327	新疆哈密巴河县城乡供排水工程 PPP 项目	1.74	新疆
20170421	江苏宿迁市宿城区政府举办镇村生活污水治理 PPP 项目	16.84	江苏
20170503	西咸新区沣西新城海绵城市核心区建设 PPP 项目	9.5	河南
20170612	宁夏固原彭阳县美丽河湖建设 PPP 项目	11.88	宁夏
20170612	洱源县(洱海流域)城镇及村落污水收集处理工程(二期) PPP 项目	10.89	云南
20170627	宿州市主城区黑臭水体综合整治工程 PPP 项目标段二	4.64	江苏
20170629	商河县供排水一体化 PPP 项目	4.27	山东
20170630	雪山滨河公园景观建设	10.29	
合计	剔除框架协议的 PPP 订单 上半年订单合计	151.15 472.3	

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	9056	10845	13338	18135	营业收入	8892	14412	21624	30207
应收款项	4831	7897	11849	16552	营业成本	6101	10382	15982	22538
存货净额	431	839	1268	1773	营业税金及附加	51	115	173	242
其他流动资产	1094	1729	2595	3625	销售费用	147	238	357	498
流动资产合计	15412	21310	29049	40085	管理费用	409	902	1154	1455
固定资产	495	6405	12081	17111	财务费用	84	44	91	76
无形资产及其他	9933	9536	9139	8741	投资收益	264	350	400	450
投资性房地产	3629	3629	3629	3629	资产减值及公允价值变动	(151)	0	0	0
长期股权投资	2338	2838	3438	4138	其他收入	0	0	0	0
资产总计	31806	43718	57335	73704	营业利润	2213	3080	4266	5849
短期借款及交易性金融负债	3392	5000	5500	6000	营业外净收支	22	20	20	20
应付款项	4977	8394	12676	17731	利润总额	2235	3100	4286	5869
其他流动负债	5370	8764	13229	18503	所得税费用	385	465	643	880
流动负债合计	13739	22158	31405	42234	少数股东损益	4	6	8	10
长期借款及应付债券	1467	2467	3467	4467	归属于母公司净利润	1846	2630	3636	4978
其他长期负债	266	466	666	866					
长期负债合计	1733	2933	4133	5333	现金流量表 (百万元)				
负债合计	15472	25092	35538	47568	净利润	1846	2630	3636	4978
少数股东权益	813	818	824	833	资产减值准备	16	1805	1592	1763
股东权益	15521	17809	20972	25303	折旧摊销	88	682	1130	1604
负债和股东权益总计	31806	43718	57335	73704	公允价值变动损失	151	0	0	0
					财务费用	84	44	91	76
关键财务与估值指标					营运资本变动	3956	4706	5293	6054
每股收益	0.59	0.84	1.16	1.59	其它	(12)	(1800)	(1585)	(1754)
每股红利	0.07	0.11	0.15	0.21	经营活动现金流	6044	8023	10066	12645
每股净资产	4.96	5.70	6.71	8.09	资本开支	27	(8000)	(8000)	(8000)
ROIC	11%	14%	17%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	15%	17%	20%	投资活动现金流	(420)	(8500)	(8600)	(8700)
毛利率	31%	28%	26%	25%	权益性融资	811	0	0	0
EBIT Margin	25%	19%	18%	18%	负债净变化	1449	1000	1000	1000
EBITDA Margin	26%	24%	24%	23%	支付股利、利息	(232)	(342)	(473)	(647)
收入增长	71%	62%	50%	40%	其它融资现金流	(5114)	1608	500	500
净利润增长率	36%	42%	38%	37%	融资活动现金流	(1868)	2266	1027	853
资产负债率	51%	59%	63%	66%	现金净变动	3757	1789	2493	4797
息率	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	5300	9056	10845	13338
P/E	32.6	20.5	14.8	11.0	货币资金的期末余额	9056	10845	13338	18135
P/B	3.9	3.4	2.9	2.4	企业自由现金流	5878	(254)	1787	4311
EV/EBITDA	33.3	24.7	18.8	15.2	权益自由现金流	2213	2317	3210	5746

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	吴翰文 13726685252
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	胡家杰 13902452709 hujajie@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		