

**证券研究报告—动态报告**

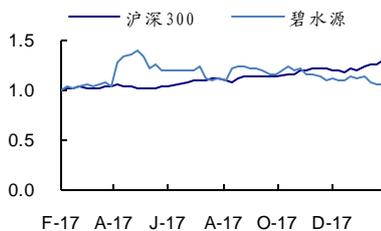
公用事业

环保 II

**碧水源(300070)**
**买入**
**2017 年报预告点评**

(维持评级)

2018 年 01 月 29 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)	52,301/32,062
上证综指/深圳成指	3,558/11,558
12 个月最高/最低(元)	22.71/15.37

**相关研究报告:**

《碧水源-300070-重大事件快评: 产业链布局进一步完善, 拓展到环境监测和农业畜禽处理领域》——2017-12-12  
 《碧水源-300070-2017 年三季报点评: 业绩符合预期, 订单高速增长》——2017-10-26  
 《碧水源-300070-2017 年半年报点评: 收益质量高, 订单丰富, 高增可期》——2017-08-09  
 《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

**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。

**财报点评**

# 业绩符合预期, 环保龙头蓄势待发

**● 17 年业绩符合预期**

公司预告 2017 年实现利润 23.1-26.8 亿元 (中位数为 24.9 亿元), 同比增长 25-45%, 其中由于出售盈德气体和收购良业环境实现非经常性损益约 2.2-2.6 亿元, 全年扣非净利润区间约为 20.5-24.6 亿元, 同比增长 13-35% (中位数约为 24%), 基本符合市场预期。

**● 17 年项目开工低于预期, 已逐渐恢复正常**

2017 年受政府换届、十九大、金融系统去杠杆、PPP 入库项目清查等因素影响, 公司部分项目自去年二季度开始开工放缓。到去年四季度后, 项目开工速度逐渐恢复正常。公司的 PPP 项目带运营的比例高, 而且都是环保类带公益性质的项目。清查入库 PPP 项目对于公司在手项目来说影响很小, 我们预计公司不会有项目被清除出项目库。

**● 订单增速迅猛, 看好 18 年业绩释放**

公司 17 年新签订单超 500 亿元, 较去年整体翻倍, 其中剔除框架协议的 PPP 订单超 200 亿元, 增长迅猛, 丰富的订单将有力保障公司今年业绩增长。公司去年部分项目开工后的业绩确认结转到了 18 年。另外, 随着银行贷款的逐渐正常和行业形势的好转, 公司在手项目将进入快速建设期, 我们看好 2018 年公司业绩增速超过 2017 年。

**● 多领域战略布局逐渐取得完善**

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。12 月又入股北京德清源公司和中兴仪器, 分别布局了农村水处理和环境监测领域。未来, 公司还有望在工业节能等领域进一步拓展, 为公司带来新的盈利增长点, 打造全方面环保服务平台。

**● 盈利预测与评级**

我们预计公司 17-19 年净利润预测分别到 25.1/32.7/43.9 亿元, 对应动态 PE 为 21/16/12X。公司股价经过一段时间的调整后, 现在对应 18 年只有 16 倍, 而 18 年业绩增速预计高于 35%。总体来看环保板块有望触底反弹, 公司业绩有支撑, 估值已经具有优势, 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	13,399	19,604	27,705
(+/-%)	51.2%	70.5%	50.7%	46.3%	41.3%
净利润(百万元)	1,362	1,846	2513.44	3274.22	4389.51
(+/-%)	44.7%	35.5%	36.2%	30.3%	34.1%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.59	0.80	1.05	1.40
EBITMargin	33.4%	26.1%	19.7%	18.0%	17.3%
净资产收益率(ROE)	10.0%	11.9%	14.1%	15.9%	18.0%
市盈率(PE)	38.4	28.3	20.8	15.9	11.9
EV/EBITDA	31.3	28.1	23.3	18.3	15.0
市净率(PB)	3.9	3.4	2.93	2.53	2.14

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

## 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	<b>营业收入</b>	<b>8892</b>	<b>13399</b>	<b>19604</b>	<b>27705</b>
应收款项	4831	7342	10742	15181	营业成本	6101	9567	14509	20879
存货净额	431	772	1145	1635	营业税金及附加	51	107	157	222
其他流动资产	1094	1608	2352	3325	销售费用	147	221	323	457
<b>流动资产合计</b>	<b>15412</b>	<b>21310</b>	<b>27599</b>	<b>37776</b>	管理费用	409	866	1083	1367
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
<b>资产总计</b>	<b>31806</b>	<b>43718</b>	<b>55885</b>	<b>71395</b>	营业利润	2213	2943	3840	5155
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	7718	11452	16351	<b>利润总额</b>	<b>2235</b>	<b>2963</b>	<b>3860</b>	<b>5175</b>
其他流动负债	5370	8064	11954	17057	所得税费用	385	444	579	776
<b>流动负债合计</b>	<b>13739</b>	<b>22158</b>	<b>28979</b>	<b>38516</b>	少数股东损益	4	5	7	9
长期借款及应付债券	1467	2467	3467	4467	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1846</b>	<b>2513</b>	<b>3274</b>	<b>4390</b>
其他长期负债	266	466	666	866					
<b>长期负债合计</b>	<b>1733</b>	<b>2933</b>	<b>4133</b>	<b>5333</b>					
<b>负债合计</b>	<b>15472</b>	<b>25092</b>	<b>33112</b>	<b>43849</b>					
少数股东权益	813	818	824	832					
股东权益	15521	17809	20644	24378					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31806</b>	<b>43718</b>	<b>54580</b>	<b>69059</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>1846</b>	<b>2513</b>	<b>3274</b>	<b>4390</b>
资产减值准备	16	1805	1592	1763
折旧摊销	88	682	1130	1604
公允价值变动损失	151	0	0	0
财务费用	84	44	91	76
营运资本变动	3956	4073	4899	6064
其它	(12)	(1051)	(2184)	(2296)
<b>经营活动现金流</b>	<b>6044</b>	<b>8023</b>	<b>8711</b>	<b>11524</b>
资本开支	27	(8000)	(8000)	(8000)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(420)</b>	<b>(8500)</b>	<b>(8600)</b>	<b>(8700)</b>
权益性融资	811	0	0	0
负债净变化	1449	1000	1000	1000
支付股利、利息	(232)	(342)	(424)	(558)
其它融资现金流	(5114)	1608	500	500
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1868)</b>	<b>2266</b>	<b>1076</b>	<b>942</b>
<b>现金净变动</b>	<b>3757</b>	<b>1789</b>	<b>1188</b>	<b>3766</b>
货币资金的期初余额	5300	9056	10845	13338
货币资金的期末余额	9056	10845	12032	17104
企业自由现金流	5878	(1003)	1030	3731
权益自由现金流	2213	2317	3210	5746

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.59	0.80	1.05	1.40
每股红利	0.07	0.10	0.14	0.18
每股净资产	4.96	5.70	6.60	7.80
ROIC	11%	14%	17%	23%
ROE	12%	14%	16%	18%
毛利率	31%	29%	26%	25%
EBIT Margin	25%	20%	18%	17%
EBITDA Margin	26%	25%	24%	23%
收入增长	71%	51%	46%	41%
净利润增长率	36%	36%	30%	34%
资产负债率	51%	59%	62%	65%
息率	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%
P/E	28.3	20.8	15.9	11.9
P/B	3.4	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	29.8	23.3	18.3	15.0

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
<b>李文英</b> 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>张欣慰</b> 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>赵冰童</b> 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
<b>许婧</b> 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	<b>梁轶聪</b> 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	<b>梁佳</b> 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
<b>王玮</b> 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	<b>吴国</b> 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	<b>刘紫微</b> 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	<b>陈俊儒</b> 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
<b>王艺汀</b> 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	<b>金锐</b> 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	<b>赵晓曦</b> 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	<b>邓怡秋</b> 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
<b>陈雪庆</b> 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	<b>倪婧</b> 18616741177 nijing@guosen.com.cn	<b>简洁</b> 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	
<b>杨云崧</b> 18610043360 yangys@guosen.com.cn	<b>林若</b> 15618987024 linruo@guosen.com.cn	<b>牛恒</b> 17888837219 niu heng@guosen.com.cn	
<b>赵海英</b> 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>张南威</b> 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	<b>王灿</b> 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
<b>詹云</b> 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	<b>周鑫</b> 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	<b>欧子炜</b> 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
<b>边祎维</b> 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	<b>丛明浩</b> 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	<b>李杨</b> 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		