



碧水源 (300070)

PPP加速落地，业绩持续高增可期

推荐 (维持)

现价: 16.66 元

主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.originwater.com
大股东	文剑平/22.90%
实际控制人	文剑平
总股本(百万股)	3,134
流通 A 股(百万股)	1,921
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	522.07
流通 A 股市值(亿元)	320.04
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	56.40

行情走势图



相关研究报告

- 《碧水源*300070*订单加速落地，环保综合平台逐渐成型》 2018-01-28
- 《碧水源*300070*核心膜产品高增长盈利强，延伸产业链拓空间筑平台》 2017-08-08
- 《碧水源*300070*业绩略低预期，PPP 订单获取加速，奠定未来高成长基础》 2017-07-14

证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

研究助理

庞文亮 一般从业资格编号
S1060116090012
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO
M.CN

投资要点

事项:

碧水源披露年报: 2017年实现收入137.7亿元, 同比增长54.8%; 归母净利润25.1亿元, 同比增长36.0%; 每股收益0.80元, 每股净资产5.77元。拟每10股派发现金股利0.90元(含税)。综合来看, 公司业绩符合预期。

平安观点:

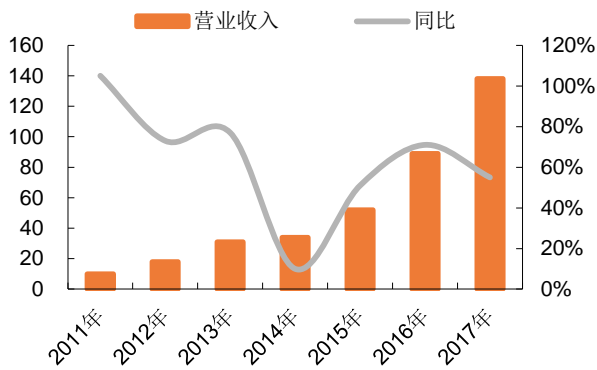
- **PPP 驱动公司营收快速增长，收购公司超额完成业绩承诺：**2017 年公司实现营收 137.67 亿元，同比增长 54.82%，第四季度收入 83.6 亿元，同比增长 47.02%，环比增长 232.97%。其中，水务类业务合计实现营收 124.12 亿元，同比增长 43.34%，贡献主要收入增量，主要是公司 PPP 订单大幅增长持续贡献收入所致。目前公司 PPP 订单获取加速，收入仍将保持快速增长。2017 年公司实现归母净利润 25.09 亿元，同比增长 35.95%，其中久安集团实现净利润 6.57 亿元，业绩承诺完成率超 250%，北京良业环境实现净利润 3.50 亿元，业绩承诺完成率超 200%。
- **毛利率下降为行业特性，现金流大幅好转：**2017 年公司毛利率和净利率分别为 28.96%、18.82%，同比下降 2.43、1.98 个百分点，主要是公司黑臭水体等水系类订单大幅增长，此类业务毛利率较低所致。费用方面 2017 年财务费用 3.63 亿元，同比增长 330.85%，主要是 PPP 体量变大，投入资金变多，导致银行借款增加所致。2017 年公司经营活动现金流入 115.05 亿元，同比增长 72.50%，经营活动现金流量净额 25.14 亿元，同比增长 234.38%，现金流出现大幅好转，在 PPP 类公司中处于极优水平。
- **PPP 加速落地，业绩增长有保障：**2017 年全年公司中标 PPP 订单约 364 亿元，远超 16 年全年 196 亿元水平，其中，四季度新增约 140 亿元，订单落地呈加速趋势；全年中标总订单约（剔除 PPP 和 EPC 中重复）500 亿元左右，远超 16 年全年 240 亿元水平。2018 年一季度，公司中标总订单金额超 100 亿元，订单延续高增长态势。PPP 订单中水系治理订单占比

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,892	13,767	19,437	26,867	34,728
YoY(%)	70.5	54.8	41.2	38.2	29.3
净利润(百万元)	1,846	2,509	3,200	3,988	4,853
YoY(%)	35.5	36.0	27.5	24.6	21.7
毛利率(%)	31.4	29.0	26.9	23.8	22.2
净利率(%)	20.8	18.2	16.5	14.8	14.0
ROE(%)	11.3	13.0	14.4	15.4	15.9
EPS(摊薄/元)	0.59	0.80	1.02	1.27	1.55
P/E(倍)	28.3	20.8	16.3	13.1	10.8
P/B(倍)	3.4	2.9	2.5	2.1	1.8

50%左右，黑臭水体等水系治理仍是民众最为关心的环境问题，政府将持续发力，公司业绩增长有保障。另外，2017 年公司投标保证金 6.73 亿元，同比增长 73.49%，在一定程度上预示公司 PPP 订单将加速落地。

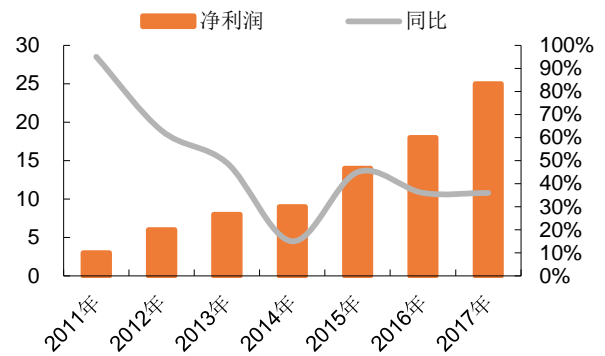
- **多点布局，环保平台战略持续推进：**2017 年，公司进行了多项收购，收购 PE 多在 10 倍左右。其中，以 7500 万元收购冀环公司与定州京城环保 100%股权，进军危废领域；以 8.49 亿元收购良业环境 70%股权，进军光环境业务；与关联方西藏必兴以现金 7.41 亿元增资生态养殖企业德青源，加码农村环境治理。公司在原有业务基础上不断扩宽产业布局，致力于打造综合环境服务平台，增强公司竞争实力。
- **盈利预测与估值：**根据公司最新经营情况以及 PPP 政策最新变化，我们调整公司 2018-2020 年 EPS 预测分别为 1.02、1.27、1.55 元(前值 2018 年 1.05、2019 年 1.36 元)，同比分别增长 27.5%、24.6%、21.7%，对应 PE 分别为 16.3、13.1、10.8。考虑到公司 PPP 订单获取速度加快，环保综合平台逐渐成型，目前估值处于较低水平。综合来看，我们维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) PPP 项目建设进度低于预期。2017 年底，受 PPP 清理影响，部分银行对 PPP 项目贷款审批趋严，在一定程度上会对 PPP 项目建设进度产生影响，进而影响公司业绩；2) 利率上行风险。PPP 项目需投入大量资金，目前贷款利率上行可能对上市公司现金流产生较大影响，进而影响公司市场开拓；3) PPP 政策变化风险。目前公司业绩增长主要以 PPP 驱动，因此 PPP 政策变化可能对公司产生较大影响；4) PPP 质量下降风险。

图表1 公司历年营业收入及同比 单位：亿元



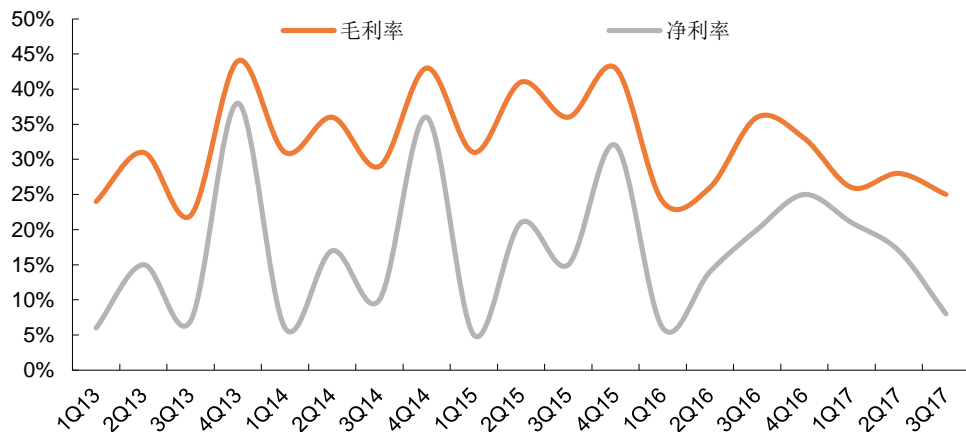
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表2 公司历年净利润及同比 单位：亿元



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表3 公司各个季度毛利率及净利率



资料来源: wind、平安证券研究所

图表4 2017年公司EPC+BT类订单快速增长

EPC + BT	新增订单						确认收入订单		期末在手订单	
	数量	金额 (万元)	已签订合同		尚未签订合同		数量	金额 (万元)	数量	未确认收入 (万元)
			数量	金额 (万元)	数量	金额 (万元)				
2016	107	1400760	100	1271935	7	128825	150	847613	105	690768
2017	176	3209864	166	2990242	10	219622	211	1463539	207	2217450

资料来源: 公司订单、平安证券研究所

图表5 2017年公司BOT+TOT类订单快速增长

BOT+TOT	新增订单						尚未执行订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	数量	投资(万元)	已签订合同		尚未签合同		数量	投资额(万元)	数量	本期完成投资额(万元)	未完成投资额(万元)	数量	运营收入(万元)
			数量	投资(万元)	数量	投资(万元)							
2016	46	1955868	39	1589859	7	366009	7	366009	63	320488	1554540	21	24644
2017	68	3637188	63	3480152	5	157036	5	157036	115	874007	4160684	26	57668

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 2017年公司投标保证金快速增长

	其他应收款(亿元)	保证金(亿元)	保证金占比
2016	5.70	3.88	68.03%
2017	10.62	6.73	63.33%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	15160	15231	17378	23101
现金	6132	4625	5363	9148
应收账款	4580	5387	5807	7055
其他应收款	1062	1368	1618	1855
预付账款	703	737	942	1042
存货	1285	1558	1854	2007
其他流动资产	1399	1557	1794	1993
非流动资产	30476	40482	51084	61718
长期投资	5010	5530	6060	6640
固定资产	519	543	551	553
无形资产	20812	30660	40458	50208
其他非流动资产	4135	3749	4014	4317
资产总计	45637	55713	68461	84819
流动负债	17090	22646	30019	40293
短期借款	3925	5500	6500	8000
应付账款	8302	12003	17241	24341
其他流动负债	4863	5143	6278	7952
非流动负债	8666	10165	11681	12992
长期借款	8488	9991	11493	12795
其他非流动负债	178	174	188	197
负债合计	25756	32811	41700	53285
少数股东权益	1808	1913	2043	2202
股本	3139	3139	3139	3139
资本公积	6835	6835	6835	6835
留存收益	8141	11108	14825	19342
归属母公司股东权益	18073	20990	24718	29332
负债和股东权益	45637	55713	68461	84819

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2514	3570	8444	11066
净利润	2591	3305	4119	5012
折旧摊销	216	211	268	325
财务费用	363	409	454	502
投资损失	-450	-300	-350	-400
营运资金变动	-369	-94	3965	5636
其他经营现金流	162	41	-11	-9
投资活动现金流	-11066	-9944	-10510	-10550
资本支出	10019	9057	9748	9736
长期投资	-2203	-520	0	-580
其他投资现金流	-3250	-1407	-762	-1394
筹资活动现金流	7123	4867	2804	3269
短期借款	1446	1575	1000	1500
长期借款	7021	1502	1502	1302
普通股增加	12	0	0	0
资本公积增加	154	0	0	0
其他筹资现金流	-1511	1790	302	466
现金净增加额	-1452	-1507	739	3785

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13767	19437	26867	34728
营业成本	9780	14213	20470	27028
营业税金及附加	53	68	81	87
营业费用	231	272	336	399
管理费用	546	661	779	938
财务费用	363	409	454	502
资产减值损失	143	144	145	144
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	450	300	350	400
营业利润	3121	3970	4952	6029
营业外收入	20	28	33	39
营业外支出	10	10	10	14
利润总额	3130	3992	4975	6054
所得税	539	687	857	1043
净利润	2591	3305	4119	5012
少数股东损益	82	105	130	159
归属母公司净利润	2509	3200	3988	4853
EBITDA	3940	4611	5761	6961
EPS(元)	0.80	1.02	1.27	1.55

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	54.8	41.2	38.2	29.3
营业利润(%)	41.1	27.2	24.7	21.7
归属于母公司净利润(%)	36.0	27.5	24.6	21.7
获利能力				
毛利率(%)	29.0	26.9	23.8	22.2
净利率(%)	18.2	16.5	14.8	14.0
ROE(%)	13.0	14.4	15.4	15.9
ROIC(%)	10.1	9.3	9.8	10.0
偿债能力				
资产负债率(%)	56.4	58.9	60.9	62.8
净负债比率(%)	31.6	58.3	60.3	51.8
流动比率	0.9	0.7	0.6	0.6
速动比率	0.8	0.6	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	3.1	3.9	4.8	5.4
应付账款周转率	1.5	1.4	1.4	1.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.02	1.27	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.14	2.69	3.52
每股净资产(最新摊薄)	5.76	6.69	7.87	9.34
估值比率				
P/E	20.8	16.3	13.1	10.8
P/B	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	15.4	14.7	12.3	10.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033