

证券研究报告—动态报告

公用事业

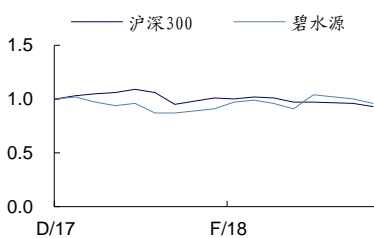
环保 II

碧水源(300070)
买入

2017 年报点评

(维持评级)

2018 年 04 月 23 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)	3,139/2,036
总市值/流通(百万元)	52,207/32,004
上证综指/深圳成指	3,072/10,409
12 个月最高/最低(元)	22.71/14.11

相关研究报告:

《碧水源-300070-2017 年报预告点评: 业绩符合预期, 环保龙头蓄势待发》——2018-01-29
 《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

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

水治理龙头快速增长, PPP 推动作用显著

● 17 年业绩快速优秀, 经营稳健, 总资产大幅增长

公司 17 年实现营收 137.7 亿元, 同比增长 50.8%, 实现归属净利润 25.1 亿元, 同比增长 36%, 实现扣非净利润 22.7 亿元, 同比+25%, 略低于此前的业绩快报。17 年总资产大幅增加 43.5%至 456.4 亿。每 10 股派息 0.9 元。公司整体毛利率下降 3.2pct 到 29%, 主要是毛利率较低的黑臭河项目占比提升, 工程业务的利润占比预计达到 20%, 较往年提升。受公司 PPP 业务投资增加影响, 17 年负债总额显著增加, 资产负债率上升近 8pct 到 56.4%, 为此公司财务费用增长 331%, 整体费用率增 1.08pct 到 8.3%。经营性现金流大幅改善, 同比增加 2.5 倍到 25 亿元, 投资性现金流出持续大幅增加 (+128.7%), 显示 PPP 投资持续加大。同时公司货币资金仍然相对充裕。

● 订单增速迅猛, 看好 18 年业绩释放

17 年新签订单 449 亿元(EPC+PPP), 增长显著, 其中水厂订单估计约占 50%。去年仍有约 200 亿的订单结转到了今年, 18 年已新增订单 149 亿元, 订单落地进一步加速, 其中质量高的水厂订单比例进一步提升。我们预计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, 公司丰富的订单将有力保障公司今明两年业绩增长, 看好今年业绩增速超过去年。

● 多领域战略布局逐渐完善, 雄安项目率先落地

公司 17 年先后布局了危废、城市光环境、农村水处理和环境监测领域, 增强整体拿单和盈利能力。其中光环境板块 17 年就贡献了超 3 亿的利润。当前, 雄安整体规划已经发布, 公司作为水环境综合治理的龙头, 率先落地雄安首个污水深度资源化项目, 利用公司自主研发的 MBR 膜技术, 实现了水的回用, 对于雄安新区有重要的示范意义。雄安地区污水处理市场预计短期内可产生约 50 亿的污水处理市场空间, 并可延伸带动整个华北区域水治理市场的扩大。

● 盈利预测与评级

公司在手项目丰富, 且质地良好, 在手现金充足。预计公司一季后 PPP 项目落地将进一步加快。我们预计公司 18-20 年净利润分别为 32.2/44.5/62.1 亿元, EPS 为 1.03/1.42/1.98, 对应动态 PE 为 16/12/8, 维持买入评级。

● 风险提示 项目进度或不及预期。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,892	13,767	21,339	29,875	41,228
(+/-%)	70.5%	54.8%	55.0%	40.0%	38.0%
净利润(百万元)	1,846	2,509	3,218	4,449	6,207
(+/-%)	35.5%	36.0%	28.2%	38.2%	39.5%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.80	1.03	1.42	1.98
EBIT Margin	26.1%	25.4%	21.9%	21.8%	21.6%
净资产收益率(ROE)	11.9%	13.9%	15.5%	18.2%	21.0%
市盈率(PE)	28.3	20.8	16.3	11.8	8.4
EV/EBITDA	28.1	23.2	16.2	12.8	10.7
市净率(PB)	3.4	2.9	2.52	2.14	1.77

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

公司业绩稳健，PPP 业务逐渐放量

毛利率水平由于黑臭河水治理项目下降，预计随着项目结束回归正常水平

公司 17 年整体毛利率为 29.0%，较 16 年的 32.2% 有所下降，主要原因是公司业务快速扩大，承担了部分黑臭河水治理项目，导致公司整体毛利率随业务扩大而有所降低。17 年公司工程建设业务在利润中占比约为 20% 左右，较历史有所提高。但随着国家黑臭水体治理工作的逐渐结束，公司业务将逐渐回归到以城镇乡的污水处理主营业务上来，未来毛利率将会逐渐回归到正规水平。

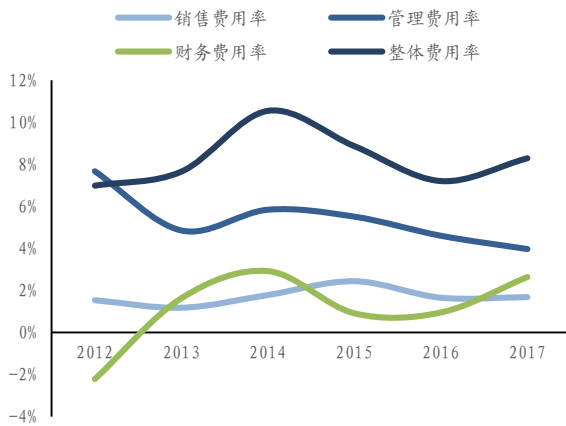
由于 PPP 业务所需投资增加，财务费用快速上升

由于公司 PPP 业务导致投资需求增加，新增银行借款及债券利息费用增加，导致财务费用同比增长 331% 到 3.63 亿元，财务费用率增加 1.69 个百分点，整体费用率增 1.08 个百分点至 8.28%。销售费用率和管理费用率基本保持稳定。

负债率增加但可控，总资产快速增长

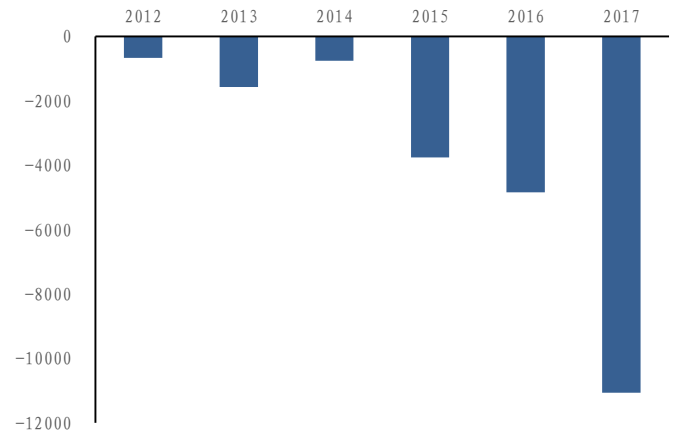
公司 17 年负债合计 257.6 亿元，较 2016 年的 154.7 亿增加 100 多亿，主要来自于短期/长期借款的增加以及公司新增发行 48 亿元的债券。负债的增加使得公司 17 年资产负债率达到 56.4%，而 16 年为 48.6%，主要原因是 PPP 项目迅猛增多，融资增加所致。17 年总资产大幅增加 43.5% 至 456.4 亿。

图 1：公司三费率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司投资活动现金流净额呈现持续增长态势 (亿元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

经营性现金流净额增加，投资性现金流流出持续增加

公司经营性现金流较上年增加 2.5 倍，至 25.1 亿，原因是公司加强应收款管理及项目决算力度，且公司本年大力拓展 PPP 项目，付款掌控力增强，另新增较多下游合作伙伴，对下游占款能力增强所致。

投资性现金流流出持续大幅增加 (+128.7%)，投资活动现金流净额为 -110.7 亿元，显示 PPP 投资持续加大，显示公司大力拓展 PPP 项目，新投资公司增加，且 PPP 项目建设投资增加；并投资北京中关村银行股份有限公司；参股山东水务有限公司；收购北京良业环境科技有限公司。

PPP 订单签订增长迅猛

17 年新签订单 449 亿元(EPC+PPP),增长显著,其中水厂订单估计约占 50%。去年仍有约 200 亿的订单结转到了今年,18 年已新增订单 149 亿元,订单落地进一步加速,其中质量高的水厂订单比例进一步提升。

公司 18 年一季度扣非同比增长 40-70%,一季度高增长显示公司项目建设进度从去年四季度开始逐渐恢复正常,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。

表 1: 公司 2017 年部分 PPP 类订单情况

发布日期	中标项目	金额	地区
20171227	光山县城区水环境综合治理 PPP 项目	20.33	河南
20171225	预中标宝丰县生态廊道绿化建设 PPP 项目		河南
20171206	沁阳市沁东水系及配套设施建设 PPP 项目		河南
20171128	四川省美姑县生态水环境综合治理市政公用工程 PPP 项目	33.09	四川
20171127	北京昌平区 TBD 再生水厂工程 PPP 项目	6.9	北京
20171124	公安县乡镇生活污水治理 PPP 项目	3.72	湖北
20171115	朝阳凌源经济开发区污水处理厂 PPP 项目		北京
20171109	平谷区 2017 年农村治污工程(第一批)PPP 项目(第二标段)		北京
20171106	三原县高新区水务一体化及配套建设 PPP 项目		陕西
20171024	天门市乡镇生活污水治理工程 PPP 项目	5.37	湖北
20171027	舞阳县澧河水环境综合治理生态 PPP 项目	4.31	河南
20170930	六安市城区黑臭水体整治工程 PPP 项目		安徽
20170822	德令哈市污水厂改扩建 PPP 项目中标公告		青海
20170816	长泰县农村污水处理设施建设工程 PPP 项目		福建
20170714	洋西新城海绵城市核心区建设 PPP 项目		陕西
20170710	汾阳市市政基础设施建设工程 PPP 项目		山西
20170712	新疆木垒县城乡园区一体化污水处理系统建设 PPP 项目		新疆
20170630	雪山河滨河公园景观建设 PPP 项目	10.29	云南
20170629	中标商河县供排水一体化 PPP 项目	4.27	山东
20170627	中标宿州市主城区黑臭水体综合整治工程 PPP 项目标段二	4.64	安徽
20170612	宁夏固原彭阳县美丽茹河建设 PPP 项目	11.88	宁夏
20170602	安徽六安城区河道黑臭水体整治 PPP 项目	6.29	安徽
20170503	预中标西咸新区沣西新城海绵城市核心区建设 PPP 项目	9.5	陕西
20170428	内蒙古阿鲁科尔沁旗天山城区城市水系建设 PPP 项目		内蒙古
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
20170327	新疆哈密巴里坤县城乡供排水工程 PPP 项目	1.74	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
20170309	预中标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
20170301	预中标河南省宝丰县污水处理厂 PPP 项目	1.11	河南
20170228	中标福州市晋安区水系综合治理及运营维护 PPP 项目	24	福建
20170215	中标广东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
20170209	中标广东恩平市生活污水处理设施整市打包 PPP 项目		广东

20170123	预中标灵武临港经济区基础设施 PPP 项目	5.4	宁夏
20170121	预中标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
20170113	古浪县水环境治理 PPP 项目	1.6	甘肃
20170104	预中标内蒙古兴安盟经济技术开发区供水-配水-污水处理及管网工程 PPP 项目	10.44	内蒙古
合计		213.12	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司 2018 年部分 PPP 类订单情况

发布日期	中标项目	金额	地区
20180412	天津市解放南路地区海绵城市建设 PPP 项目	25.2	天津
20180208	扬中市水环境综合整治工程 PPP 项目	48.45	苏州
20180109	宜都市乡镇生活污水治理工程 PPP 项目	1.34	湖北
合计		74.99	

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	6132	6000	6371	11479	营业收入	13767	21339	29875	41228
应收款项	5694	8770	12277	16943	营业成本	9780	15194	21361	29684
存货净额	1285	2060	2852	3930	营业税金及附加	53	75	120	206
其他流动资产	2050	2988	4183	5772	销售费用	231	341	568	825
流动资产合计	15160	19817	25683	38124	管理费用	546	1062	1310	1624
固定资产	742	7493	13135	18291	财务费用	363	651	816	945
无形资产及其他	20756	20163	19570	18977	投资收益	450	0	0	0
投资性房地产	3969	3969	3969	3969	资产减值及公允价值变动	(143)	0	(150)	(200)
长期股权投资	5010	8010	11010	14010	其他收入	20	0	0	0
资产总计	45637	59451	73367	93371	营业利润	3121	4016	5551	7744
短期借款及交易性金融负债	3925	5829	6000	8000	营业外净收支	9	0	0	0
应付款项	8382	12359	17111	23583	利润总额	3130	4016	5551	7744
其他流动负债	4783	7924	11051	15274	所得税费用	539	693	957	1335
流动负债合计	17090	26112	34162	46857	少数股东损益	82	105	145	203
长期借款及应付债券	8488	10488	12488	14488	归属于母公司净利润	2509	3218	4449	6207
其他长期负债	178	198	218	238					
长期负债合计	8666	10686	12706	14726	现金流量表 (百万元)				
负债合计	25756	36799	46868	61583	净利润	2509	3218	4449	6207
少数股东权益	1808	1892	2009	2171	资产减值准备	(8)	1018	1546	1447
股东权益	18073	20761	24490	29618	折旧摊销	209	824	1255	1791
负债和股东权益总计	45637	59451	73367	93371	公允价值变动损失	143	0	150	200
					财务费用	363	651	816	945
关键财务与估值指标					营运资本变动	(292)	3368	3950	4827
每股收益	0.80	1.03	1.42	1.98	其它	74	(934)	(1430)	(1284)
每股红利	0.16	0.17	0.23	0.34	经营活动现金流	2636	7495	9920	13187
每股净资产	5.76	6.61	7.80	9.43	资本开支	(151)	(8000)	(8000)	(8000)
ROIC	12%	15%	18%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	16%	18%	21%	投资活动现金流	(2824)	(11000)	(11000)	(11000)
毛利率	29%	29%	29%	28%	权益性融资	763	0	0	0
EBIT Margin	23%	22%	22%	22%	负债净变化	2211	2000	2000	2000
EBITDA Margin	24%	26%	26%	26%	支付股利、利息	(489)	(530)	(720)	(1079)
收入增长	55%	55%	40%	38%	其它融资现金流	(6943)	1904	171	2000
净利润增长率	36%	28%	38%	40%	融资活动现金流	(2737)	3373	1451	2921
资产负债率	60%	65%	67%	68%	现金净变动	(2925)	(132)	371	5108
息率	0.9%	1.0%	1.4%	2.1%	货币资金的期初余额	9056	6132	6000	6371
P/E	20.8	16.3	11.8	8.4	货币资金的期末余额	6132	6000	6371	11479
P/B	2.9	2.5	2.1	1.8	企业自由现金流	2380	55	2599	5975
EV/EBITDA	23.2	16.2	12.8	10.7	权益自由现金流	(2352)	3420	4094	9193

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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032