

2016年10月27日

华巍  
C0066@capital.com.tw  
目标价(元)

22RMB

## 碧水源(300070.SZ)

BUY/买入

三季度业绩增长达预告上限，四季度业绩尤为关键

### 结论与建议:

公司今日发布 16Q3 业绩报告，前三季度实现净利润 4.39 亿元,增长 73.69%，从单季度来看 3Q 实现净利润 1.69 亿元 (YOY+69.88%)，达到业绩预告上限继续维持强势增长态势。由于公司业务属性，四季度业绩一般占全年业绩超过 8 成，因此四季度利润对公司实现全年业绩目标尤为关键。公司业绩能够持续取得高增长，宏观方面来看：国家大力推动环境治理，出台“水十条”、PPP 融资等一系列利好政策，促进水治理行业发展。微观来看，公司顺应时势，抓住历史机遇，不断拓展自身的技术实力，公司是目前世界上仅有的两家能够生产全系列膜的生产研发厂家之一；公司审时度势，引进国开行战略投资，在水务 PPP 领域取得先机，为将来业务从 EPC 模式转向 PPP 模式打下了良好基础；商业模式上公司勇于创新，开创了云南水务、武汉控股等新模式，未来公司会继续复制这些成果的经验，与地方水务集团合作，实现互利共赢。

预计公司 16、17 年分别实现净利润 20.36 亿元(YOY+49.50%)、26.04 (YOY+27.94%)，EPS0.65 元、0.83 元，当前股价对应 16、17 年动态 PE 28X、22X，未来 PPP 业务发展空间广阔，业绩有望继续超预期，给予“买入”建议，目标价 22 元(2017 年 PE26X)。

■ **业绩高速增长，在手订单丰厚，未来业绩高增长有保障：**公司业绩大幅增长主要由于在“水十条”及生态文明建设大背景下，公司较好地抓住了国家推广 PPP 投融资模式的机遇。目前公司的膜技术已服务近 1500 万吨/天的污水处理能力。在夯实原有优势市场的基础上，公司大力拓展辽宁、福建、深圳等新的区域水务市场，市场份额持续增长。目前碧水源工程类新增订单 87 个，金额逾 87.4 亿元人民币(其中 EPC86.23 亿元、BT1.17 亿元)，特许经营类新增订单 32 个，金额达 117.66 亿元，未来业绩高增长有保障。

■ **毛利率受工程业务拖累偏低，费用率控制良好：**财务指标看公司 16 年前三季度综合毛利率 28.33%，同比下降 8.38pct，毛利率大幅下降主要因为久安建设市政工程业务毛利率偏低，报告期内其收入占比提升明显，拖累整体毛利率水准；综合费用率 12.11%，同比下降 5.24pct，公司有着较强的费用控制能力，未来费用率有望维持较低水准。

■ **工程运营带动高毛利膜设备销售：**公司 PPP 订单丰富，但与其他环保类工程公司模式不同，公司看重的更多的是通过做工程运营带动高毛利的膜设备销售，因此资本投入短期内便可回收大部分，因此公司资金运作效率较高，也能够承载更多的 PPP 项目，另外公司除了运营收入，还能有换膜收益，随着专案增多，这部分可以带来可观收入。对于近期专注于环保工程类公司业绩出现了不同程度下滑，主要是由于相关公司客户方主要是传统工业行业，自身景气度下行导致了这类环保工程公司业绩不理想。碧水源更多的是市政水务专案，此类 PPP 项目风险较小，首先地方政府可从用户收取大部分水费，补贴压力相对较小，再者随着这个政府对环境保护的重视，相关预算较为充足，因此专案的付费情况较好。

■ **盈利预测：**预计公司 16、17 年分别实现净利润 20.36 亿元(YOY+49.50%)、26.04 (YOY+27.94%)，EPS0.65 元、0.83 元，当前股价对应 16、17 年动态 PE 28X、22X，未来 PPP 业务发展空间广阔，业绩有望继续超预期，给予“买入”建议，目标价 22 元(2017 年 PE26X)。

### 公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2016/10/26)	18.41
深证成指(2016/10/26)	10817.51
股价 12 个月高/低	55.24/14.24
总发行股数(百万)	3123.40
A 股数(百万)	2008.73
A 市值(亿元)	369.81
主要股东	文剑平 (21.17%)
每股净值(元)	4.59
股价/帐面净值	4.01
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.5 2.6 4.1

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-07-13	16.53	买入

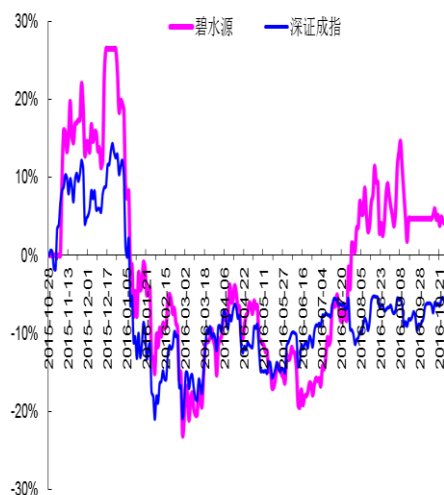
### 产品组合

污水处理整体解决方案	72.6%
市政与给排水工程	23.2%
净水器	4.2%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.8%
----	-------

### 股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	839.91	940.81	1361.70	2035.71	2604.39
同比增减	%	49.33%	12.01%	44.74%	49.50%	27.94%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.269	0.301	0.436	0.652	0.834
同比增减	%	49.33%	12.01%	44.74%	49.50%	27.94%
A 股市盈率(P/E)	X	68.45	61.11	42.22	28.24	22.08
股利(DPS)	RMB 元	0.020	0.046	0.065	0.098	0.125
股息率(Yield)	%	0.11%	0.25%	0.36%	0.53%	0.68%

=预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	3,133	3,445	5,214	8,717	10,981
经营成本	1,968	2,099	3,066	5,617	7,215
营业税金及附加	82	58	82	78	55
销售费用	37	61	127	200	165
管理费用	152	201	287	479	549
财务费用	51	101	47	87	110
资产减值损失	51	84	135	150	100
投资收益	255	318	217	320	320
营业利润	1,048	1,162	1,687	2,425	3,108
营业外收入	21	15	10	20	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	1,068	1,177	1,696	2,444	3,107
所得税	128	161	238	367	469
少数股东损益	100	73	96	42	53
归属于母公司所有者的净利润	840	941	1,362	2,036	2,604

## 附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	2,172	2,394	5,300	6,360	7,313
应收帐款	1,375	1,756	2,839	3,095	3,559
存货	193	275	346	398	457
流动资产合计	3,829	4,629	8,761	10,228	11,762
长期投资净额	1,507	1,436	1,891	1,986	2,085
固定资产合计	279	305	400	408	416
在建工程	76	80	30	90	90
无形资产	2,442	4,086	7,307	9,355	9,920
资产总计	8,133	10,536	18,389	22,067	24,273
流动负债合计	2,609	3,023	3,270	5,559	6,337
长期负债合计	400	1,062	1,009	1,262	1,438
负债合计	3,010	4,085	4,279	6,820	7,775
少数股东权益	282	372	535	698	935
股东权益合计	4,841	6,078	13,574	14,548	15,563
负债和股东权益总计	8,133	10,536	18,389	22,067	24,273

## 附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	674	781	1,359	1,655	1,862
投资活动产生的现金流量净额	-1,574	-758	-3,756	-2,150	-1,965
筹资活动产生的现金流量净额	1,170	181	5,321	1,555	1,057
现金及现金等价物净增加额	270	205	2,924	1,060	954

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。