

碧水源 (300070)

从高速增长到高转增，良性循环局面开启

——2015 年业绩预告及利润分配方案点评

	王威 (分析师)	王锐 (研究助理)	车玺 (分析师)
	021-38676694	010-59312725	010-59312829
	wangw@gjias.com	wangrui013946@gjias.com	chexi@gjias.com
证书编号	S0880511010024	S0880114110036	S0880515020003

本报告导读：

碧水源披露高增长的 2015 年业绩预告及高转增的 2015 年利润分配预案。高增长与高转增一脉相承，未来有望实现良性循环。维持公司增持评级。

投资要点：

- **投资建议：**碧水源披露高增长的 2015 年业绩预告及高转增的 2015 年利润分配预案。高增长与高转增一脉相承、未来有望实现良性循环。维持公司 2015-2016 年盈利预测，预计 EPS 为 1.30、1.81 元（若收购完成，预计 2016 年完成，2015-2016 年 EPS 为 1.30、1.93 元），维持目标价 66.84 元，维持增持评级；
- **事件：**2015 年业绩预告：归母净利润 13-16 亿元，同比增长 40-70%。利润分配预案：以总股本 12.3 亿股为基数，10 股派 1 元转增 15 股；
- **业绩爆发式增长，高转增顺理成章。**2014 年到现在，根据 wind 公告、公司官方网站、中国水网等，公司披露订单已在 120 亿元以上，仅 2015 年 3 季度公司中标、预中标订单已达 20 亿元以上，处理规模超过 40 万吨/日。我们认为公司 2015 年业绩高增长符合市场预期。在业绩爆发式增长背景下，公司 2015 年 3 季报显示盈余公积仅 2.4 亿元、未分配利润 27.4 亿元，增长幅度有限，而由于公司非公开发行股票确认的资本公积溢价、2015 年 3 季报显示资本公积已达到 81 亿元，同比增长 323%，具备高转增条件。高转增未来有望使公司拥有更多资金进行市场拓展，同时也可合理避税，符合股东及公司利益；
- **稳增长形势依然严峻，PPP 仍为国家力推对象。**截至 11 月底，国家发改委推介 1043 个项目中，已签约 329 个，占比 32%，其中污水等环保项目占已签约项目的 32%，未来 PPP 环保类项目仍将继续发展；
- **风险因素。**PPP 项目进度不达预期等；公司融资能力及期间费用等。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,133	3,449	4,661	6,373	8,798
(+/-)%	77%	10%	35%	37%	38%
经营利润 (EBIT)	895	1,029	1,514	2,112	2,963
(+/-)%	58%	15%	47%	39%	40%
净利润	840	941	1,599	2,227	2,989
(+/-)%	49%	12%	70%	39%	34%
每股净收益 (元)	0.68	0.77	1.30	1.81	2.43
每股股利 (元)	0.07	0.13	0.24	0.33	0.44

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	28.6%	29.8%	32.5%	33.1%	33.7%
净资产收益率 (%)	17.3%	16.1%	12.1%	14.8%	17.0%
投入资本回报率 (%)	174.0%	53.4%	44.5%	37.7%	33.7%
EV/EBITDA	46.0	48.5	33.7	24.1	17.2
市盈率	71.7	64.0	37.7	27.1	20.2
股息率 (%)	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：66.84

上次预测：66.84

当前价格：49.01

2015.12.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	31.60-64.50
总市值 (百万元)	60,256
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,229/664
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	54%
日均成交量 (百万股)	525.90
日均成交值 (百万元)	257.38

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	12,466
每股净资产	10.14
市净率	4.8
净负债率	-41.21%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.01	0.02
Q2	0.10	0.14
Q3	0.03	0.35
Q4	0.63	0.79
全年	0.77	1.30

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	21%	29%
相对指数	-3%	-5%	11%

相关报告

《短板补齐，PPP 时代领跑者当之无愧》
2015.11.07

《继续打造 PPP 航空母舰》2015.10.28

《对高增速并不惊讶，未来更加值得期待》
2015.10.23《转型投资运营，识时务者方为俊杰》
2015.08.16

《云开雾散，再续锋芒》2014.12.01

模型更新时间: 2015.12.15

股票研究

公用事业

其他公用事业

碧水源 (300070)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 66.84

上次预测: 66.84

当前价格: 49.01

公司网址

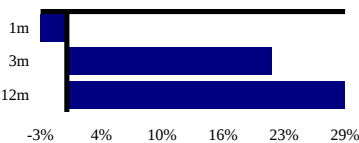
www.originwater.com

公司简介

公司致力于解决水资源短缺和水环境污染双重难题,业务涉及城市污水及工业废水处理和再生利用,给水、城市垃圾处理及综合利用等领域的技术与产品开发、工程设计、工程实施和设备制造。

公司是世界上同时拥有全套膜材料制造技术、膜组器设备制造技术和膜生物反应器水处理工艺技术自主知识产权的少数公司之一。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

31.60-64.50

市值 (百万)

60,256

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

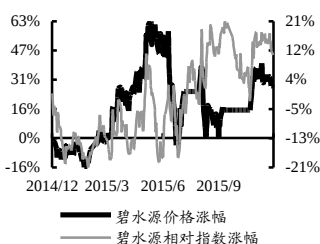
EV/EBITDA

P/S

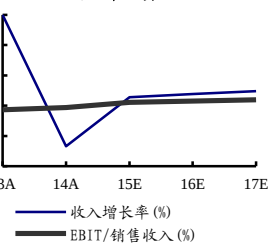
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	3,133	3,449	4,661	6,373	8,798
营业成本	1,968	2,099	2,717	3,679	5,041
税金及附加	82	58	79	107	148
销售费用	37	61	79	102	132
管理费用	152	201	272	372	514
EBIT	895	1,029	1,514	2,112	2,963
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	255	318	400	500	600
财务费用	51	101	-69	-156	-156
营业利润	1,048	1,162	1,983	2,768	3,719
所得税	128	161	274	382	512
少数股东损益	100	73	124	172	231
净利润	840	941	1,599	2,227	2,989
货币资金、交易性金融资产	2,172	2,394	7,665	7,762	7,689
其他流动资产	1	17	0	0	0
长期投资	3,605	4,129	4,129	4,129	4,129
固定资产合计	355	385	379	370	358
无形及其他资产	328	1,363	2,728	4,585	7,138
资产合计	8,133	10,536	17,797	21,061	25,048
流动负债	2,609	3,023	2,838	4,103	5,409
非流动负债	400	1,062	967	969	972
股东权益	4,841	5,848	13,267	15,090	17,538
投入资本(IC)	453	1,662	2,935	4,836	7,591
NOPLAT	788	888	1,307	1,822	2,557
折旧与摊销	32	49	68	94	128
流动资金增量	-66	201	-192	-167	-352
资本支出	-196	-1,019	-1,415	-1,928	-2,656
自由现金流	558	119	-232	-180	-324
经营现金流	674	781	1,226	1,817	2,387
投资现金流	-1,574	-758	-1,015	-1,428	-2,056
融资现金流	1,170	181	5,060	-291	-404
现金流净增加额	270	205	5,271	97	-73
收入增长率	76.9%	10.1%	35.1%	36.7%	38.1%
EBIT 增长率	58.5%	15.0%	47.1%	39.5%	40.3%
净利润增长率	49.3%	12.0%	69.9%	39.3%	34.2%
利润率					
毛利率	37.2%	39.1%	41.7%	42.3%	42.7%
EBIT 率	28.6%	29.8%	32.5%	33.1%	33.7%
净利率	26.8%	27.3%	34.3%	34.9%	34.0%
净资产收益率(ROE)	17.3%	16.1%	12.1%	14.8%	17.0%
总资产收益率(ROA)	10.3%	8.9%	9.0%	10.6%	11.9%
投入资本回报率(ROIC)	174.0%	53.4%	44.5%	37.7%	33.7%
存货周转天数	30	41	42	44	46
应收账款周转天数	112	154	147	150	152
总资产周转天数	780	988	1109	1113	956
净利润现金含量	0.80	0.83	0.77	0.82	0.80
资本支出/收入	6%	30%	30%	30%	30%
资产负债率	37.0%	38.8%	21.4%	24.1%	25.5%
净负债率	-22.1%	-8.0%	-50.5%	-45.0%	-38.3%
PE	71.7	64.0	37.7	27.1	20.2
PB	9.0	9.0	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	46.0	48.5	33.7	24.1	17.2
P/S	13.9	15.3	12.9	9.4	6.8
股息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%

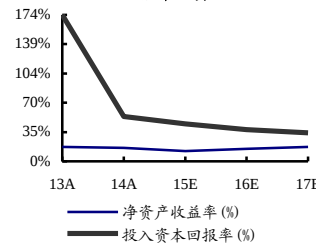
股票绝对涨幅和相对涨幅



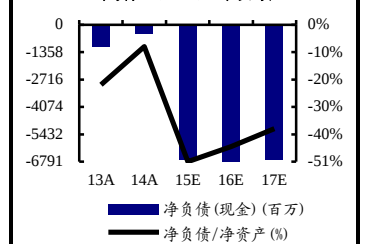
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		