

强烈推荐-A (维持)

碧水源 300070.SZ

目标估值: 24.5 元

当前股价: 18.41 元

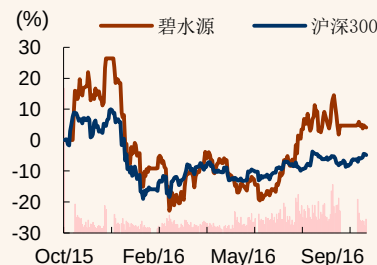
2016 年 10 月 27 日

基础数据

上证综指	3116
总股本(万股)	312340
已上市流通股(万股)	200873
总市值(亿元)	575
流通市值(亿元)	370
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	10.6
资产负债率	29.1%
主要股东	文剑平
主要股东持股比例	21.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	13	4
相对表现	-5	7	11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《碧水源(300070)——2016 中报点评: 又现高增长低估值大公司, 列入核心推荐》2016-07-27
- 2、《碧水源(300070)——碧水源业绩预告点评及千亿市值公司的成长之路》2015-12-15
- 3、《碧水源(300070)——三季度业绩增速达预报上限, 未来更快增长可期》2015-10-23

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

2016 三季报点评: 利润表略超预期, 资产负债表大超预期

事件:

碧水源今日发布三季报, 2016 前三季度公司实现营业收入 32.05 亿元, 同比增长 88.5%, 归属净利润 4.4 亿元, 同比增长 73.7%, 对应每股收益 0.14 元/股。公司于 10 月 10 日发布三季报预告, 预计归属净利润增长区间为 45%-70%, 而最终三季报业绩增速超出了预增区间的上限。

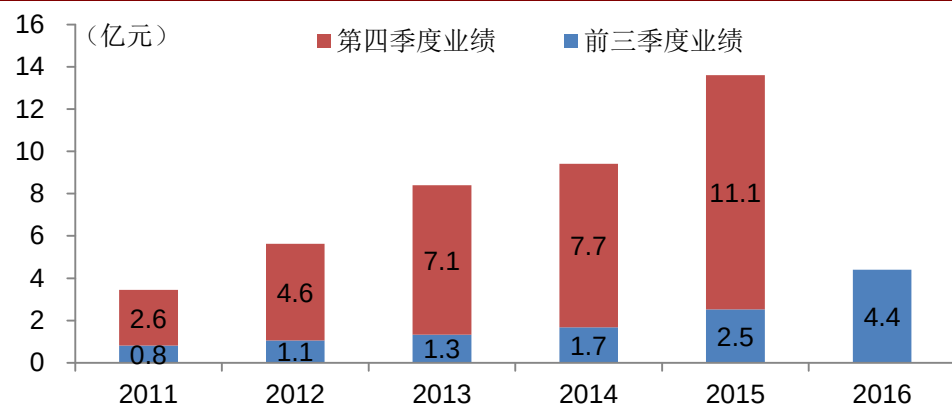
- **利润表略超预期:** 从历史来看, 前三季度利润占全年比例不大, 绝对值对全年业绩不构成指引。但是, 归属净利润的同比增速可以对公司业绩增长的趋势形成指引。在前三季度 74% 的超预期业绩增速下, 2016 年全年实现 50% 以上的业绩增速水平是可预期的。
- **资产负债表大超预期:** 预付账款、存货、其他应付款等项目增速甚至远好于利润表, 预示未来强大增长潜力。
- **影响因子分析:** 对碧水源三季度利润影响超过 0.1 的因子为毛利、管理费用、所得税、及少数股东损益四项, 其中毛利的影响因子最大, 为主要的业绩贡献项, 而毛利的来源来自于主营业务的大幅上升。

评论:

一、利润表略超预期: 前三季度归属净利润同比增速略超预期, 虽然绝对值与全年预期仍有较大差距, 但从增速趋势来看, 2016 年全年将增势良好。

根据历史数据, 2011-2015 前三季度净利润占比全年分别为 23%、19%、16%、18%、19%, 公司的业绩兑现大多在四季度体现, 而前三季度业绩在全年中占比较小, 2016 年前三季度实现的 4.4 亿归属净利润与全年 20 亿的业绩预期相比也仍有较大差距, 从绝对值来看不对全年业绩构成指引。

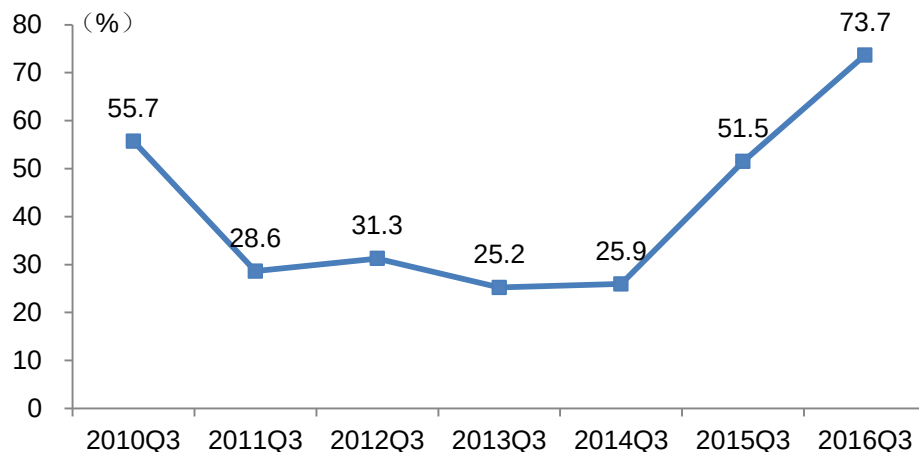
图1: 2011-2015前三季度与四季度净利润 (亿元)



数据来源: wind, 招商证券

但是，归属净利润的同比增速值可以对公司业绩增长的趋势形成指引。2016 年前三季度，公司实现归属净利润同比增长 73.7%，业绩增速略超预期，且这一增速达到 2010 年公司上市以来三季报的业绩增速最高值，一方面体现了公司释放业绩的动力，另一方面也体现了公司得以释放业绩的能力。在此基础上，2016 年全年实现 50% 以上的业绩增速水平是可预期的。

图2：2012-2016年三季报归属净利润同比增速



数据来源：wind，招商证券

二、资产负债表大超预期：预付账款、存货、其他应付款等项目增势更好于利润表，预示未来强大增长潜力。

(1) 其他应收款继续大幅增长，投标保证金增加趋势仍是业绩增长的领先性指标

截至 2016 年三季度末，公司其他应收款期末数为 8.7 亿元，较 2015 年三季度末的 1.9 亿元增加了 6.8 亿元，同比增长 369%。虽然三季报未披露其中投标保证金详细金额，但其中提到其他应收款的增加来自于各项投标保证金、履约保证金增加及子公司汝州碧水源环境科技有限公司代垫土地及附属物补偿款所致。尽管投标保证金水平并不与业绩形成直接的线性相关，但是仍透露了重要的趋势性信息，可视为业绩增长的领先性指标。

表 1：2011Q3-2016Q3 公司其他应收款

单位	2011Q3	2012Q3	2013Q3	2014Q3	2015Q3	2016Q3
其他应收款（百万元）	15	31	302	108	185	867
同比增速		115%	860%	-64%	71%	369%

资料来源：公司公告，招商证券；

(2) 预付账款：绝对值再创新高，较期初增加 3.4 亿元，增长 156%

同时预付账款规模变化亦可作为佐证，它代表了公司近期业务规模拓展的趋势，2016 前三季度公司预付账款继续快速增长，较期初增加 3.4 亿元，增长 156%，在 2015Q3 的历史极值下又增加了 2.5 亿元，同比增长 80%，表明了公司为 2016 年兑现业绩，已开始调配相关人力物力，未来增长潜力大。

表 2：2011Q3-2016Q3 公司预付账款

单位	2011Q3	2012Q3	2013Q3	2014Q3	2015Q3	2016Q3
预付账款（百万元）	29	85	243	89	311	561
同比增速		192%	185%	-64%	251%	80%

资料来源：公司公告，招商证券；

(3) 存货：较期初增加 5.2 亿元，增长 151%；已完工未结算项目及膜需求快速增加

三季报资产负债表中，变化较大的另一项目为存货。2016 年三季度末，公司存货达到 8.7 亿元，较期初增加 5.2 亿元，增长 151%，较 2015 年三季度末增加 3.3 亿元，增长 62%。存货的增加主要来自于碧水源子公司北京久安的已完工未结算工程增加、以及子公司碧水源膜科技为项目需求增加膜生产所致。这两方面因素都对未来业绩兑现有积极指引：一方面，体现了碧水源子公司北京久安的工程业务量增加及未来增加结算的良好趋势；另一方面，碧水源膜需求的增加更是膜工程量增大的直接反映，膜生产存货的大幅增加对未来的膜工程业务量大幅增加、利润率提升都有指引作用。

表 3：2011Q3-2016Q3 公司存货

单位	2011Q3	2012Q3	2013Q3	2014Q3	2015Q3	2016Q3
存货（百万元）	154	239	201	362	536	866
同比增速		55%	-16%	80%	48%	62%

资料来源：公司公告，招商证券；

三、影响因子分析：毛利为主要业绩贡献项，发展还看主业收入增长

我们对碧水源前三季度业绩来源的影响因子进行了分析并首次向市场披露。影响因子的计算公式为同期项目差额除以同期归属净利润差额，从表格中可以看到对碧水源三季度利润影响超过 0.1 的因子为毛利、管理费用、所得税、及少数股东损益四项，而销售费用、财务费用、投资收益、营业外收支等影响均不超过 0.05。其中毛利的影响因子最大，为主要的业绩贡献项，而毛利的来源来自于主营业务大幅上升。

表 4：前三季度业绩来源影响因子分析：

单位：元	2015/9/30	2016/9/30	影响因子
营业收入	1,700,393,799	3,204,990,000	8.07
营业成本	1,075,902,597	2,297,330,000	6.55
毛利	624,491,202	907,660,000	1.52
毛利率	36.73%	28.32%	-8.41%
管理费用	157,000,898	242,140,000	0.46
管理费用率	9.23%	7.56%	-1.68%
销售费用	84,897,675	90,760,000	0.03
销售费用率	4.99%	2.83%	-2.16%
财务费用	52,964,147	55,210,000	0.01
财务费用率	3.11%	1.72%	-1.39%
投资/并购收益合计	99,546,273	100,510,000	0.01
营业利润	354,769,955	519,310,000	0.88
营业外收入	3,685,583	6,860,000	0.02
营业外支出	992,896	3,100,000	0.01
营业外收支净额	2,692,687	3,760,000	0.01
利润总额	357,462,641	523,070,000	0.89
所得税	63,358,174	98,700,000	0.19
净利润	294,104,468	424,380,000	0.70
少数股东损益	41,107,027	-15,050,000	(0.30)
归属净利润	252,997,440	439,430,000	1

资料来源：WIND，招商证券

四、持续补全牌照、发展思路清晰，全面接管市政综合治理（PPP），属“大 P”核心推荐，维持“强烈推荐-A”评级

公司在 2016 年三季度中写到，“同时公司也积极参与水生态治理与黑臭水体的治理工作，上半年获得并部分完成了天津宝坻与河南汝洲等国家湿地公园的建设工作，为公司增加了新的业务领域。”2016 年三季度，公司还曾停牌拟收购中矿环保，虽然最后并未收购成功，但公司持续补全牌照、全面接管市政综合治理（PPP）的发展思路已非常清晰。在我们小组之前报告的表述中，以 PPP 为金融手段的市政综合治理天然包括三部分：土建（地下部分），园林（地上部分物理治理），环保（地上部分化学治理）。碧水源以久安土建业务，以 MBR 环保业务为传统主力，以黑臭水体及园林为新兴助力，三项集全，发展无限，属我们 PPP 策略中的“大 P”核心推荐三家标的之一。从三季报情况及公司资产负债表体现的增长潜力来看，未来几年公司保持 50%增速是大概率事件，我们预计，16、17 年公司将实现归属净利润分别为 20.4 亿元、30.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.65 元、0.98 元，持有至年底目标价对应 17 年 25 倍估值，为 24.5 元，维持“强烈推荐-A”，建议买入。

图3：PPP三项核心治理需求



数据来源：招商证券

五、风险提示：竞争加剧、业务延伸导致毛利率下降风险；项目进度不达预期。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

于夕滕：中国人民大学学士，曾就职于国投电力，2016 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业分析师。

韩佳蕊：北京大学硕士，曾就职于海通证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研发中心执行董事。

团队荣誉：《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。《金牛奖》2016 年第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。