

碧水源 (300070.SZ)

加强工程能力，携手国开开拓 PPP 市场

核心观点：

● 换股+现金模式并购久安建设剩余 49.85% 股权

公司公告拟以发行股份+支付现金方式收购北京久安建设 49.85% 的股权。久安建设为公司控股子公司（50.15% 股权），久安建设具备市政公用工程施工甲级资质，业务以市政工程、环保建设为主。2012-14 年该公司收入为 7.0、18.70、15.55 亿元，净利润 0.48、1.59、1.36 亿元；2013、14 年北京久安建设收入占比分别达到上市公司的 60%、45%。久安建设这部分 49.85% 股权为 4 位自然人持有。

● 未雨绸缪、增强工程能力，迎接 PPP 订单潮

久安建设为公司的主要施工主体公司，此次预期剩余股权并购意义在于：1. 是在 PPP 打包模式下，订单变大、亦更关注公司的整体解决方案能力，该并购将大幅加强公司工程能力。2. 预期换股后剩余自然人股东利益与上市公司高度一致，有利于新项目竞争和工程进度保障。

● PPP 热潮下，异地项目扩张加速

我们预期未来 1 年将是 PPP 项目落地的高峰期，公司在完成大额增发后，将迎来新一轮的成长加速：1. 加速异地项目扩张，公司将加速 PPP 模式地方合作项目的复制，漳州、怀化、天津等项目只是开始。2. 订单变大、变集中。公司与地方政府的合作升级，从单一项目向区域水环境综合项目升级。3. 期待与国开行的深层次合作。国开金融入股后，除大幅提升资本实力外，或将携手碧水源开拓 PPP 项目扩张（股权、债务等模式）。

● 携手国开迎接 PPP 热潮，维持“买入”评级

考虑增发摊薄，预计公司 2015-17 年 EPS 分别为 1.27、1.84、2.74 元。我们预期 PPP 项目将进入快速释放期，公司携手国开创新，建立起融资能力、政府资源、模式创新等显著的竞争优势，公司在手订单充裕、且仍将快速增长，将推动未来几年业绩的高速增长。维持“买入”评级。

● 风险提示：在手订单执行速度不及预期；竞争激烈导致毛利率下滑。

盈利预测：

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	3,133.27	3,449.16	5,586.73	8,367.43	12,642.00
增长率(%)	76.87%	10.08%	61.97%	49.77%	51.09%
EBITDA(百万元)	927.22	1,078.03	1,739.32	2,524.20	3,854.13
净利润(百万元)	839.91	940.81	1,552.21	2,248.47	3,351.13
增长率(%)	49.33%	12.01%	64.99%	44.86%	49.04%
EPS（元/股）	0.942	0.874	1.267	1.836	2.736
市盈率（P/E）	43.51	39.84	34.47	23.80	15.97
市净率（P/B）	7.55	6.41	3.94	3.38	2.79
EV/EBITDA	38.26	34.33	26.70	17.79	11.03

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

43.69 元

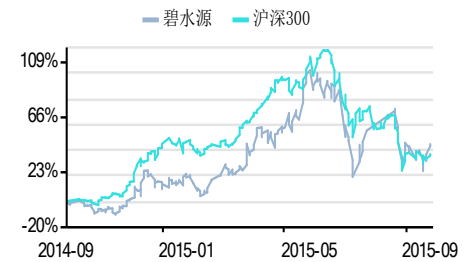
前次评级

买入

报告日期

2015-09-24

相对市场表现



分析师：郭 鹏 S0260514030003



02160750611



guopeng@gf.com.cn

分析师：陈子坤 S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师：安 鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：沈 涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

碧水源（300070.SZ）：中报 2015-08-19
增速 12.8%，净水器业务爆发式增长

碧水源（300070.SZ）：携手 2015-08-16
国开创新迎接 PPP 热潮，持续高成长无忧

碧水源（300070.SZ）：增发 2014-12-02
募集 78.86 亿元，迎接“水十条”

联系人：邱长伟 02160750611

qiuchangwei@gf.com.cn

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
流动资产	3829	4629	12502	16240	21304	
货币资金	2172	2394	9883	12283	15358	
应收及预付	1463	1942	2338	3546	5373	
存货	193	275	280	410	572	
其他流动资产	1	17	1	1	1	
非流动资产	4304	5907	7343	7769	8395	
长期股权投资	1507	1436	1436	1436	1436	
固定资产	279	305	278	276	262	
在建工程	76	80	92	80	92	
无形资产	328	1363	1631	2068	2695	
其他长期资产	2115	2724	3905	3909	3910	
资产总计	8133	10536	19844	24009	29699	
流动负债	2609	3023	4471	6126	8083	
短期借款	750	960	1850	2720	3398	
应付及预收	1300	2062	2043	2818	4040	
其他流动负债	560	2	578	589	646	
非流动负债	400	1062	1011	1022	1031	
长期借款	353	50	50	50	50	
应付债券	0	916	916	916	916	
其他非流动负债	48	96	45	56	65	
负债合计	3010	4085	5481	7148	9114	
股本	891	1077	1225	1225	1225	
资本公积	1936	1904	7944	7944	7944	
留存收益	2014	2867	4419	6668	10019	
归属母公司股东权益	4841	5848	13588	15837	19188	
少数股东权益	282	372	545	794	1167	
负债和股东权益	8133	10306	19614	23779	29469	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
营业收入	3133	3449	5587	8367	12642	
营业成本	1968	2099	3438	5233	7923	
营业税金及附加	82	58	128	176	247	
销售费用	37	61	95	137	145	
管理费用	152	201	307	452	670	
财务费用	51	101	64	92	117	
资产减值损失	51	84	65	45	55	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	255	318	425	545	623	
营业利润	1048	1162	1914	2778	4108	
营业外收入	21	15	25	30	30	
营业外支出	1	2	1	1	1	
利润总额	1068	1175	1938	2807	4137	
所得税	128	161	213	309	414	
净利润	940	1014	1725	2498	3723	
少数股东损益	100	73	172	250	372	
归属母公司净利润	840	941	1552	2248	3351	
EBITDA	927	1078	1739	2524	3854	
EPS (元)	0.94	0.87	1.27	1.84	2.74	

现金流量表		单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
经营活动现金流	674	781	1677	1659	2731	
净利润	940	1014	1725	2498	3723	
折旧摊销	32	49	122	154	197	
营运资金变动	-160	-147	173	-554	-709	
其它	-138	-134	-342	-440	-480	
投资活动现金流	-1574	-758	-1191	-48	-226	
资本支出	-196	-1019	-416	-592	-848	
投资变动	-271	190	-775	544	622	
其他	-1107	71	0	0	0	
筹资活动现金流	1170	181	7003	789	570	
银行借款	1493	2052	890	870	678	
债券融资	-390	-1795	-11	11	9	
股权融资	168	92	6188	0	0	
其他	-101	-168	-64	-92	-117	
现金净增加额	270	205	7489	2400	3075	
期初现金余额	1904	2172	2394	9883	12283	
期末现金余额	2174	2377	9883	12283	15358	

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
成长能力(%)						
营业收入增长	76.9	10.1	62.0	49.8	51.1	
营业利润增长	51.4	10.9	64.7	45.2	47.9	
归属母公司净利润增长	49.3	12.0	65.0	44.9	49.0	
获利能力(%)						
毛利率	37.2	39.1	38.5	37.5	37.3	
净利率	30.0	29.4	30.9	29.9	29.5	
ROE	17.3	16.1	11.4	14.2	17.5	
ROIC	174.0	53.4	83.0	78.0	81.7	
偿债能力						
资产负债率(%)	37.0	39.6	27.9	30.1	30.9	
净负债比率	-0.2	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5	
流动比率	1.47	1.53	2.80	2.65	2.64	
速动比率	1.36	1.38	2.70	2.54	2.51	
营运能力						
总资产周转率	0.47	0.37	0.37	0.38	0.47	
应收账款周转率	3.25	2.38	2.70	2.77	2.72	
存货周转率	12.25	8.97	13.04	13.52	14.60	
每股指标(元)						
每股收益	0.94	0.87	1.27	1.84	2.74	
每股经营现金流	0.76	0.73	1.37	1.35	2.23	
每股净资产	5.43	5.43	11.09	12.93	15.67	
估值比率						
P/E	43.5	39.8	34.5	23.8	16.0	
P/B	7.5	6.4	3.9	3.4	2.8	
EV/EBITDA	38.3	34.3	26.7	17.8	11.0	

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：资深分析师，华中科技大学工学硕士，三年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈子坤：资深分析师，金融学硕士，4 年中国再生金属分会工作经历，2013 年、2014 年新财富、金牛奖、水晶球评选有色金属行业第一名（团队）。
- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014 年煤炭行业新财富第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名。
- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014 年煤炭行业新财富第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。