

碧水源 (300070.SZ) 环保行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 18.51元

收购固废优质标的, 助力 PPP 项目扩张

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,008.73
总市值(百万元)	57,814.17
年内股价最高最低(元)	55.31/14.24
沪深 300 指数	3263.12



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.874	1.108	0.667	1.044	1.509
每股净资产(元)	5.64	11.04	12.64	15.23	18.97
每股经营性现金流(元)	0.73	1.11	1.70	2.67	3.48
市盈率(倍)	39.84	46.74	25.37	16.22	11.22
行业优化市盈率(倍)	118.45	134.81	73.34	73.34	73.34
净利润增长率(%)	12.01%	44.74%	53.04%	56.43%	44.58%
净资产收益率(%)	15.48%	10.03%	13.41%	17.41%	20.21%
总股本(百万股)	1,076.94	1,229.46	3,123.40	3,123.40	3,123.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

2016年9月19日, 公司公告因筹划以发行股份及支付现金的方式购买北京中矿环保科技股份有限公司 100%的股权, 公司股票自 2016年9月20日(星期二)开市起停牌。

经营分析

- **固废优质标的, 黏稠固废处置细分行业龙头:** 中矿环保是一家集科研开发、技术推广、成套设备生产、销售、服务和工程设计、咨询、总承包于一体的高新技术环保企业。目前公司是国内唯一专门从事黏稠固废处置技术研究及工程实施的专业化公司, 为煤炭、市政、造纸等二十几个行业的黏稠固体废弃物的资源化、无害化、减量化、稳固化处置提供整体解决方案。中矿环保 2012 年曾经申请挂牌创业板, 因财务问题一直未能上市。
- **收购增厚碧水源利润, 推动业绩增长:** 中矿环保主要的盈利来源是设备制造和销售、工程总承包。根据公司提交的 IPO 资料, 2011 年公司实现营业收入 2.1 亿元, 利润 4023 万元。预计碧水源公司 2016 年净利 21 亿元左右, 收购中矿环保将增厚碧水源的利润, 推动业绩增长。
- **加强固废布局, 助力 PPP 项目扩张:** 中矿环保研发力量雄厚, 设有国际领先水平的黏稠物料输送国家重点实验室, 拥有完整的知识产权体系和多项国家发明专利及实用新型专利。本次收购将显著加强碧水源公司在固废处理领域的战略布局, 与碧水源原先的市政工业污水处理、工程施工建设等业务产生较强的协同效应。收购完成后, 碧水源将加快建设环保产业链平台型企业, 拿单签单能力进一步增强, 助力 PPP 项目扩张。

投资建议

- PPP 概念行情仍将持续, 公司是污水处理细分行业的龙头企业, 近 2 年业绩确定性增长, 收购进一步提升估值。我们看好公司的持续成长性, 不考虑本次收购预计公司 16/17/18 年 EPS 为 0.67/1.04/1.51 元, 对应 16/17/18 年 PE 为 25/16/11 倍, 维持“买入”评级。

风险

- 收购不如预期。

相关报告

1. 《膜技术领先, 充裕订单支撑业绩确定性增长 - 碧水源公司深度研究》, 2016.8.20

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,133	3,449	5,214	10,242	15,454	23,363	货币资金	2,172	2,394	5,300	4,000	5,800	8,385
增长率		10.1%	51.2%	96.4%	50.9%	51.2%	应收款项	1,375	1,756	2,839	4,471	7,127	11,350
主营业务成本	-1,968	-2,099	-3,066	-6,269	-9,690	-14,963	存货	193	275	346	773	1,327	2,255
%销售收入	62.8%	60.9%	58.8%	61.2%	62.7%	64.0%	其他流动资产	89	203	276	562	840	1,272
毛利	1,166	1,350	2,149	3,973	5,764	8,400	流动资产	3,829	4,629	8,761	9,805	15,095	23,262
%销售收入	37.2%	39.1%	41.2%	38.8%	37.3%	36.0%	%总资产	47.1%	43.9%	47.6%	41.8%	49.6%	58.7%
营业税金及附加	-82	-58	-82	-154	-232	-350	长期投资	3,605	4,129	4,780	4,780	4,780	4,780
%销售收入	2.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	355	385	430	3,290	5,000	6,120
营业费用	-37	-61	-127	-277	-417	-631	%总资产	4.4%	3.7%	2.3%	14.0%	16.4%	15.4%
%销售收入	1.2%	1.8%	2.4%	2.7%	2.7%	2.7%	无形资产	328	1,363	4,365	5,520	5,455	5,390
管理费用	-152	-201	-287	-614	-927	-1,402	非流动资产	4,304	5,907	9,628	13,665	15,315	16,375
%销售收入	4.9%	5.8%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	52.9%	56.1%	52.4%	58.2%	50.4%	41.3%
息税前利润 (EBIT)	895	1,029	1,652	2,928	4,188	6,017	资产总计	8,133	10,536	18,389	23,470	30,409	39,637
%销售收入	28.6%	29.8%	31.7%	28.6%	27.1%	25.8%	短期借款	750	960	211	263	247	260
财务费用	-51	-101	-47	-24	-53	-15	应付款项	1,035	1,659	2,341	3,764	6,068	9,553
%销售收入	1.6%	2.9%	0.9%	0.2%	0.3%	0.1%	其他流动负债	824	405	718	1,467	2,152	3,190
资产减值损失	-51	-84	-135	-435	-264	-422	流动负债	2,609	3,023	3,270	5,494	8,467	13,003
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	353	50	18	18	18	19
投资收益	255	318	217	80	60	60	其他长期负债	48	1,012	992	1,790	2,490	2,490
%税前利润	23.9%	27.1%	12.8%	3.1%	1.5%	1.1%	负债	3,010	4,085	4,279	7,302	10,974	15,512
营业利润	1,048	1,162	1,687	2,550	3,931	5,641	普通股股东权益	4,841	6,078	13,574	15,543	18,720	23,320
营业利润率	33.4%	33.7%	32.4%	24.9%	25.4%	24.1%	少数股东权益	282	372	535	625	715	805
营业外收支	20	13	8	8	10	10	负债股东权益合计	8,133	10,536	18,389	23,470	30,409	39,637
税前利润	1,068	1,175	1,695	2,558	3,941	5,651							
利润率	34.1%	34.1%	32.5%	25.0%	25.5%	24.2%	比率分析						
所得税	-128	-161	-238	-384	-591	-848		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	12.0%	13.7%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	940	1,014	1,457	2,174	3,350	4,803	每股收益	0.942	0.874	1.108	0.667	1.044	1.509
少数股东损益	100	73	96	90	90	90	每股净资产	5.431	5.644	11.041	12.642	15.226	18.968
归属于母公司的净利润	840	941	1,362	2,084	3,260	4,713	每股经营现金净流	0.756	0.726	1.106	1.699	2.671	3.478
净利率	26.8%	27.3%	26.1%	20.3%	21.1%	20.2%	每股股利	0.000	0.300	0.100	0.100	0.100	0.100
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.35%	15.48%	10.03%	13.41%	17.41%	20.21%
净利润	940	1,014	1,457	2,174	3,350	4,803	总资产收益率	10.33%	8.93%	7.41%	8.88%	10.72%	11.89%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	12.64%	10.55%	9.30%	13.69%	16.08%	19.06%
非现金支出	83	133	198	634	619	866	增长率						
非经营收益	-189	-219	-170	10	80	87	主营业务收入增长率	76.87%	10.08%	51.17%	96.42%	50.90%	51.17%
营运资金变动	-160	-147	-126	-729	-765	-1,480	EBIT增长率	58.48%	15.01%	60.54%	77.20%	43.03%	43.68%
经营活动现金净流	674	781	1,359	2,089	3,283	4,276	净利润增长率	49.33%	12.01%	44.74%	53.04%	56.43%	44.58%
资本开支	-196	-1,019	-3,258	-4,206	-1,990	-1,490	总资产增长率	54.60%	29.55%	74.54%	27.63%	29.57%	30.35%
投资	-374	-114	-342	0	0	0	资产管理能力						
其他	-1,004	376	-155	80	60	60	应收账款周转天数	112.3	153.7	146.7	155.0	165.0	175.0
投资活动现金净流	-1,574	-758	-3,756	-4,126	-1,930	-1,430	存货周转天数	29.8	40.7	37.0	45.0	50.0	55.0
股权募资	168	92	6,343	5	40	10	应付账款周转天数	124.0	212.3	209.6	180.0	190.0	195.0
债权募资	1,103	257	-781	850	684	14	固定资产周转天数	32.5	32.3	28.0	80.5	70.1	53.0
其他	-101	-168	-241	-117	-278	-285	偿债能力						
筹资活动现金净流	1,170	181	5,321	737	447	-261	净负债/股东权益	-20.87%	-7.27%	-29.44%	-12.39%	-16.05%	-23.59%
现金净流量	270	205	2,924	-1,300	1,800	2,585	EBIT利息保障倍数	17.5	10.2	34.8	124.3	78.6	399.6
							资产负债率	37.01%	38.78%	23.27%	31.11%	36.09%	39.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD