

公司研究/公告点评

2017年06月08日

公用事业/环保 II

投资评级：买入（调高评级）

当前价格(元): 19.22
合理价格区间(元): 23-25

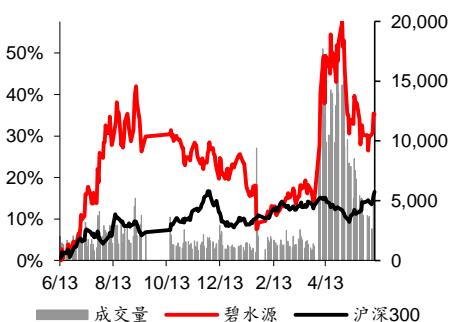
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 wangweijia@htsc.com

徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

相关研究

- 1《碧水源(300070,增持): 扣非后净利润增速仍高达 153%》2017.04
- 2《碧水源(300070,增持): 投资拉动了增速, 雄安带来新看点》2017.04
- 3《碧水源(300070): 订单持续增长为公司业绩增长注动力》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

水环境龙头再起航

碧水源(300070)

水处理龙头，内生稳健外延有望超预期

碧水源是我国水处理市场环保企业龙头，是中国唯一一家集膜材料研发、膜设备制造、膜工艺应用为一体的企业。已建成数千项膜法水处理工程，可每天处理近 2000 万吨污水，每年新增高品质再生水近 70 亿吨，占全国膜法水处理市场份额 70% 以上。2016 年公司营业收入 88.9 亿，同比大增 71%，经营基本面向好。今年以来公司捷报频传，本月先后公告收购定州京城环保、定州市冀环危废和良业环境，切入危废和生态照明领域。公司积极完善全产业链布局，并购意愿强烈，有利于发挥各业务的协同作用，提升在京津冀地区的渠道能力，提高综合竞争力。

收购良业环境协同显著，深化布局生态修复

良业环境在室外光环境有 20 年的从业经验，积累了大量光环境的发明专利，具备智能控制和系统整合能力，并有一路一带峰会和延安颂等大型项目经验。良业环境主营的夜景城市生态照明效果好、投资小，是深受政府欢迎的政绩工程。公司主业水环境综合处理与良业环境的河道夜景生态业务客户都是地方政府，客户协同效应显著。收购有利于整合双方渠道和技术资源，完善公司产业链布局。

收购危废战略凸显，横向切入京津冀工业环保

公司收购的定州冀环危废拥有有机溶剂、医疗废物等 13 类危废处理资质，目前具有危废等焚烧处置规模约 9,500 吨/年，废活性炭处置规模 1.5 万吨/年，和再生性活性炭销售 3,000 吨/年，经测算每年可贡献 1000 万元以上利润。未来规划到 2020 年将扩充到 2.9 万吨/焚烧处置能力，预计将贡献利润约 2500 万元以上。危废治理行业毛利率高，市场空间大，未来三年有望达 2000 亿元的市场规模，公司通过本次收购，绕过了漫长的新牌照审批环节，快速切入危废治理行业，未来盈利高速增长可期。

产业布局完善，看好后续发展

公司水处理业务领先，积极并购完善产业布局，外延+内生看好公司后续发展。我们上调公司 2017~2019 年 EPS 预测至 0.78/1.08/1.30，当前股价对应 2017~2019 年 PE 为 25/18/15 倍。按照 2017 年 PE 30-32 倍，微调目标价至 23-25，上调至买入评级。

风险提示：项目建设不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,134
流通 A 股 (百万股)	1,977
52 周内股价区间 (元)	14.24-22.48
总市值 (百万元)	60,229
总资产 (百万元)	33,076
每股净资产 (元)	5.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,214	8,892	14,586	20,094	24,206
+/-%	51.17	70.54	64.03	37.76	20.47
归属母公司净利润 (百万元)	1,362	1,846	2,440	3,379	4,056
+/-%	44.74	35.55	32.18	38.48	20.05
EPS (元, 最新摊薄)	0.44	0.59	0.78	1.08	1.30
PE (倍)	44.20	32.61	24.67	17.82	14.84

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

收购良业环境 70%股权，客户协同效应显著

事项：公司公告拟 8.5 亿元收购从事生态照明艺术的良业环境 70%股权。

客户协同性高，受益市场资源共享

PPP 模式已经大量应用于政府市政和环保投资领域，这种模式下地方政府债务负担小，调动社会资源大，生态治理需求综合化。良业环境主营的夜景城市生态照明效果好、投资小，是深受政府欢迎的政绩工程。公司主业水环境综合处理与良业环境的河道夜景生态业务客户都是地方政府，客户协同效应显著。良业环境此前与公司有过业务合作，良好的合作基础有利于双方业务的协同开展。2016 年公司通过 PPP 模式几乎覆盖了全国的主要地区近二百个城市，良业环境收购后有望受益公司丰富的业务资源和扎实的市场开拓能力，从而获得快速发展。

技术积累深厚，带来差异化竞争优势

良业环境在室外光领域有 20 年的从业经验，积累了大量光环境的发明专利，具备智能控制和系统整合能力，并有一路一带峰会和延安颂等大型项目经验。在环保行业和园林行业技术、资金模式同质化竞争严重的背景下，良业环境能够凭借深厚的技术积累为地方政府提供差异化的环境服务，行业竞争优势明显。

图表1：公司高端项目经验丰富

时间	完成项目
1996	人民大会堂香港厅、澳门厅主照明设计
1997	全国政协礼堂金厅室内照明设计
1998	钓鱼台“总统楼”建筑内外照明
2000	昆明世博园灯光照明设计
2002	中国首个城市灯光秀（广州珠江）
2004	广州新白云机场内外照明
2006	国家大剧院照明工程
2008	鸟巢照明指定供应商
2010	广州亚运会照明指定供应商
2012	北汽集团全球最大室内全 LED 照明
2014	APEC 主会馆照明指定供应商

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

低成本交易，有望并表增厚业绩

公司本次以 8.5 亿元收购良业环境 70%股权，仍有 20%股份由良业环境管理层持有，公司在取得良业环境经营控制权的同时绑定了管理层的积极性。未来良业环境将以轻资产模式开展业务，融资需求不大，公司经营负担小。良业环境绩优价廉，交易估值仅为 7 倍 PE，交易成本低廉，同时业绩对赌 17-19 年分别为 1.65/2.06/2.58 亿，合计 6.29 亿。有效降低了本次交易的风险，提高了未来盈利的空间，有望全面并表增厚业绩。

切入危废治理，完善全产业链布局

事项：公司公告拟 7500 万元收购定州京城环保科技有限公司、河北定州市冀环危险废物治理有限公司 100%股权。

获取危废牌照，分享千亿市场

我国危废处理主要方式是资源化利用和无害化处理，其中无害化处理毛利率可达 50%，净利率可达 20%。据测算危废处理市场有 800 亿元以上的市场空间，未来三年市场空间还将达到 2000 亿元。由于资质、技术、资金和管理等因素制约，危废行业壁垒较高，公司获取牌照周期较长，通过外延并购是获得牌照和业务资源，介入危废行业最快速的方式。

标的业务能力强，利润成长空间好

河北定州公司有有机溶剂、医疗废物等 13 类危废处理资质，公司目前具有危废等焚烧处置规模约 9,500 吨/年，废活性炭处置规模 1.5 万吨/年，和再生性活性炭销售 3,000 吨/年，经粗略测算每年可贡献 1000 万元以上利润。未来规划到 2020 年将扩充到 2.9 万吨/焚烧处置能力，预计将贡献利润约 2500 万元以上。

公司水处理业务领先，积极并购完善产业布局，外延+内生看好公司后续发展。我们认为并购将使公司业绩维持高增长，在 16 年营收、净利润分别为 88.92 亿、18.46 亿，增速分别 71%和 36%的基础上，预计 2017~2019 年营业收入将增长至 145.86 亿/200.94 亿/242.06 亿，净利润增长至 24.4 亿/33.79 亿/40.56 亿。我们上调公司 2017~2019 年 EPS 预测至 0.78/1.08/1.30，当前股价对应 2017~2019 年 PE 为 25/18/15 倍。按照 2017 年 PE 30-32 倍，微调目标价至 23-25，上调至买入评级。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,761	15,412	14,726	15,934	20,507
现金	5,300	9,056	9,781	10,563	14,748
应收账款	2,565	4,232	3,615	3,616	3,619
其他应收账款	255.33	569.86	135.85	159.16	182.66
预付账款	219.19	404.03	742.52	997.90	1,203
存货	345.88	430.75	375.39	493.65	629.90
其他流动资产	75.52	719.41	75.93	103.47	124.03
非流动资产	9,628	16,395	15,251	15,817	16,351
长期投资	1,891	2,338	1,606	1,756	1,906
固定投资	399.80	400.88	503.83	595.82	681.32
无形资产	4,323	9,933	10,052	10,118	10,180
其他非流动资产	3,014	3,723	3,089	3,347	3,583
资产总计	18,389	31,806	29,977	31,750	36,858
流动负债	3,270	13,739	7,365	4,664	4,579
短期借款	211.20	2,479	4,564	1,127	300.00
应付账款	2,028	4,946	1,993	2,493	2,993
其他流动负债	1,031	6,314	807.60	1,044	1,286
非流动负债	1,009	1,733	3,527	4,543	5,564
长期借款	17.70	1,467	2,467	3,467	4,467
其他非流动负债	991.60	266.28	1,060	1,076	1,097
负债合计	4,279	15,472	10,892	9,207	10,144
少数股东权益	535.35	812.99	966.58	1,180	1,437
股本	1,229	3,127	3,127	3,127	3,127
资本公积	8,147	6,682	6,682	6,682	6,682
留存公积	4,085	5,807	8,310	11,555	15,469
归属母公司股	13,574	15,521	18,118	21,363	25,277
负债和股东权益	18,389	31,806	29,977	31,750	36,858

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,359	751.83	(3,151)	4,034	4,725
净利润	1,457	1,850	2,593	3,592	4,313
折旧摊销	62.92	89.87	105.88	115.47	124.94
财务费用	47.50	84.35	214.53	251.91	165.25
投资损失	(217.46)	(263.84)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(125.82)	(1,141)	(5,736)	277.61	321.15
其他经营现金	134.67	132.58	(128.34)	(3.25)	0.58
投资活动现金	(3,756)	(4,838)	877.37	(428.01)	(405.44)
资本支出	3,258	3,719	104.04	112.10	118.30
长期投资	(342.41)	(1,057)	(949.62)	365.81	337.04
其他投资现金	(840.00)	(2,176)	31.79	49.90	49.90
筹资活动现金	5,321	6,335	2,998	(2,824)	(134.01)
短期借款	(748.30)	2,267	2,086	(3,438)	(826.50)
长期借款	(32.30)	1,449	1,000	1,000	1,000
普通股增加	152.52	1,897	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6,243	(1,465)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(293.81)	2,186	(87.77)	(385.79)	(307.51)
现金净增加额	2,924	2,262	724.50	782.45	4,185

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,214	8,892	14,586	20,094	24,206
营业成本	3,066	6,101	10,349	14,283	17,217
营业税金及附加	81.51	51.01	185.91	228.49	240.87
营业费用	127.30	147.04	205.85	222.32	240.10
管理费用	287.34	409.11	572.75	801.85	1,123
财务费用	47.50	84.35	214.53	251.91	165.25
资产减值损失	135.02	150.90	200.00	250.00	300.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	217.46	263.84	200.00	200.00	200.00
营业利润	1,687	2,213	3,058	4,256	5,120
营业外收入	9.85	27.37	16.18	17.02	17.60
营业外支出	2.10	4.99	2.43	3.03	3.53
利润总额	1,695	2,235	3,072	4,270	5,134
所得税	237.64	385.25	478.56	677.70	821.58
净利润	1,457	1,850	2,593	3,592	4,313
少数股东损益	95.72	3.97	153.60	213.50	256.72
归属母公司净利润	1,362	1,846	2,440	3,379	4,056
EBITDA	1,798	2,387	3,379	4,623	5,411
EPS (元)	1.11	0.59	0.78	1.08	1.30

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	51.17	70.54	64.03	37.76	20.47
营业利润	45.22	31.13	38.22	39.16	20.31
归属母公司净利润	44.74	35.55	32.18	38.48	20.05
获利能力 (%)					
毛利率	41.20	31.39	29.05	28.92	28.87
净利率	26.11	20.76	16.73	16.81	16.76
ROE	10.03	11.89	13.47	15.82	16.05
ROIC	19.59	21.02	18.39	25.47	30.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.27	48.65	36.33	29.00	27.52
净负债比率 (%)	5.35	31.41	64.55	49.89	46.99
流动比率	2.68	1.12	2.00	3.42	4.48
速动比率	2.57	1.09	1.95	3.31	4.34
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.35	0.47	0.65	0.71
应收账款周转率	2.24	2.36	3.37	5.02	6.05
应付账款周转率	1.74	1.75	2.98	6.37	6.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.59	0.78	1.08	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.24	(1.01)	1.29	1.51
每股净资产(最新摊薄)	4.34	4.96	5.79	6.83	8.08
估值比率					
PE (倍)	44.20	32.61	24.67	17.82	14.84
PB (倍)	4.43	3.88	3.32	2.82	2.38
EV_EBITDA (倍)	29.76	22.42	15.84	11.57	9.89

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com