

2017年07月10日

华巍

C0066@capital.com.tw

目标价(元)

22RMB

公司基本资讯

| | |
|------------------|-----------------|
| 产业别 | 公用事业 |
| A 股价(2017/07/10) | 18.77 |
| 深证成指(2017/07/10) | 10505.60 |
| 股价 12 个月高/低 | 22.7/14.96 |
| 总发行股数(百万) | 3133.69 |
| A 股数(百万) | 1921.01 |
| A 市值(亿元) | 360.57 |
| 主要股东 | 文剑平 (22.90%) |
| 每股净值(元) | 5.02 |
| 股价/帐面净值 | 3.74 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | -4.0 -11.2 20.3 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2017-02-17 | 15.88 | 买入 |
| 2017-01-03 | 17.83 | 买入 |

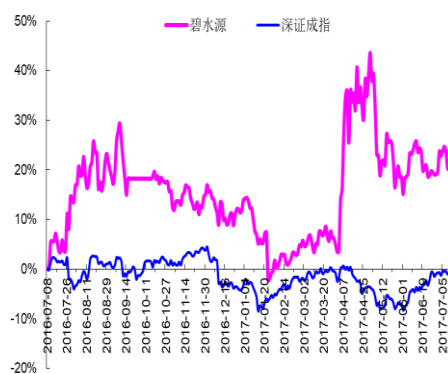
产品组合

| | |
|------------|-------|
| 污水处理整体解决方案 | 51.0% |
| 市政与给排水工程 | 45.0% |
| 净水器 | 3.9% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|----|-------|
| 基金 | 14.8% |
|----|-------|

股价相对大盘走势



碧水源(300070.SZ)

BUY/买入

拓展环保产业链，打造综合环境服务商

结论与建议：

公司近日公告，以 8.49 亿元收购以生态照明为主业的良业环境公司 70% 股份，并签订业绩承诺，分别为 17、18、19 年度净利润不低于 1.65 亿元、2.06 亿元、2.58 亿元，三年累计不低于 6.29 亿元。另外碧水源在 6 月 2 日收购两家危废公司，一系列动作表面公司在巩固水处理优势的基础上，不断向其他环保产业延伸，期望能够以水处理为中心，发挥协同效用，增强环保综合处理能力。

预计公司 17、18 年分别实现净利润 25.08 亿元(YOY+35.90%)、32.49 (YOY+29.53%)，EPS0.80 元、1.04 元，当前股价对应 17、18 年动态 PE23X、18X，未来 PPP 业务发展空间广阔，业绩有望超预期，给予“买入”建议，目标价 22 元(2018 年 PE21X)。

- 收购光环境运营商：**收购前公司持有良业环境 10% 股份，此次以 8.49 亿元从其余股东手中购得 70% 的股份，持股比例达到 80%，将并入上市公司报表。良业环境主要以 PPP 模式从事光环境业务，在商业模式上与碧水源相似，通过收购可以补充碧水源在生态照明领域的处理技术，提升在城市景观建设、特色小镇建设等领域提供整体解决方案的能力。双方签订业绩承诺，在 17、18、19 年分别实现净利润 1.65、2.06、2.58 亿元，按照收购价格对应估值为 6.5X、5.2X、4.14X 较为划算，如若不能达成业绩承诺上市公司将会获得相应补偿。
- 共同打造水光融合专案：**收购之前，碧水源与良业环境已多次合作，共同实施了延安、拉萨等地的城市灯光秀项目，并且延安项目入选了国家发改委第二批 PPP 典型项目。目前双方正携手打造大理彝族风情滨河公园 PPP 专案，总投资 10.29 亿元，将打造一种全新的城市生态景观建设模式，即将水环境、光环境包括在内的生态建设与景观建设紧密融合。未来来看，公司在承接城市综合生态项目上将拥有更多优势，看好公司以水环境治理为出发点，转型城市生态建设综合服务商。
- 首次进入危废领域：**公司通过以 7500 万元收购河北定州冀环公司和京城环保公司，首次进入危废处置领域。标的公司具有危废焚烧处置规模 9500 吨/年，废活性炭处置规模 1.5 万吨/年及再生活性炭销售约 3,000 吨/年等。未来规划至 2020 年将扩充到 2.9 万吨/年的焚烧处置能力，需追加投资约 1.6 亿元。危废是一个准入门槛很高的行业，行业规模超千亿，竞争格局呈现为小而散、市场集中度不高，作为综合环保的重要一环，碧水源通过收购的方式获得入场券，后续有望大力发展。另外此次收购的两家公司地处重污染的河北，通过收购，将有利于加强公司在京津冀地区的业务和市场竞争能力。
- 盈利预测：**预计公司 17、18 年分别实现净利润 25.08 亿元(YOY+35.90%)、32.49 (YOY+29.53%)，EPS0.80 元、1.04 元，当前股价对应 17、18 年动态 PE23X、18X，给予“买入”建议，目标价 22 元(2018 年 PE21X)。

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017F | 2018F |
|----------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 纯利(Net profit) | RMB 百万元 | 940.81 | 1361.70 | 1845.76 | 2508.36 | 3249.00 |
| 同比增减 | % | 12.01% | 44.74% | 35.55% | 35.90% | 29.53% |
| 每股盈余(EPS) | RMB 元 | 0.300 | 0.434 | 0.589 | 0.800 | 1.037 |
| 同比增减 | % | 12.01% | 44.74% | 35.55% | 35.90% | 29.53% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 62.53 | 43.20 | 31.87 | 23.45 | 18.11 |
| 股利(DPS) | RMB 元 | 0.046 | 0.039 | 0.056 | 0.080 | 0.104 |
| 股息率(Yield) | % | 0.25% | 0.21% | 0.30% | 0.43% | 0.55% |

=预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

| 百万元 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017F | 2018F |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 3,449 | 5,214 | 8,892 | 13,260 | 18,233 |
| 经营成本 | 2,099 | 3,066 | 6,101 | 9,216 | 12,836 |
| 营业税金及附加 | 58 | 82 | 51 | 77 | 109 |
| 销售费用 | 61 | 127 | 147 | 225 | 328 |
| 管理费用 | 201 | 287 | 409 | 663 | 912 |
| 财务费用 | 101 | 47 | 84 | 199 | 273 |
| 资产减值损失 | 84 | 135 | 151 | 130 | 130 |
| 投资收益 | 318 | 217 | 264 | 280 | 280 |
| 营业利润 | 1,162 | 1,687 | 2,213 | 3,029 | 3,924 |
| 营业外收入 | 15 | 10 | 27 | 15 | 15 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 5 | 7 | 5 |
| 利润总额 | 1,175 | 1,695 | 2,235 | 3,037 | 3,934 |
| 所得税 | 161 | 238 | 385 | 516 | 669 |
| 少数股东损益 | 73 | 96 | 4 | 13 | 16 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 941 | 1,362 | 1,846 | 2,508 | 3,249 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017F | 2018F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 2,394 | 5,300 | 9,056 | 10,415 | 11,977 |
| 应收帐款 | 1,756 | 2,839 | 4,831 | 5,266 | 5,740 |
| 存货 | 275 | 346 | 431 | 495 | 570 |
| 流动资产合计 | 4,629 | 8,761 | 15,412 | 16,793 | 18,817 |
| 长期投资净额 | 1,436 | 1,891 | 2,338 | 2,455 | 2,577 |
| 固定资产合计 | 305 | 400 | 401 | 461 | 530 |
| 在建工程 | 80 | 30 | 94 | 108 | 124 |
| 无形资产 | 4,086 | 7,307 | 13,562 | 16,760 | 20,016 |
| 资产总计 | 10,536 | 18,389 | 31,806 | 36,577 | 42,064 |
| 流动负债合计 | 3,023 | 3,270 | 13,739 | 15,937 | 18,169 |
| 长期负债合计 | 1,062 | 1,009 | 1,733 | 1,993 | 2,272 |
| 负债合计 | 4,085 | 4,279 | 15,472 | 17,931 | 20,441 |
| 少数股东权益 | 372 | 535 | 813 | 950 | 1,135 |
| 股东权益合计 | 6,078 | 13,574 | 15,521 | 17,697 | 20,488 |
| 负债和股东权益总计 | 10,536 | 18,389 | 31,806 | 36,577 | 42,064 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017F | 2018F |
|---------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 781 | 1,359 | 752 | 816 | 963 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -758 | -3,756 | -4,838 | -3,965 | -4,256 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 181 | 5,321 | 6,335 | 4,507 | 4,855 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 205 | 2,924 | 2,249 | 1,358 | 1,562 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。