

公司研究/公告点评

2017年07月14日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 18.5
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

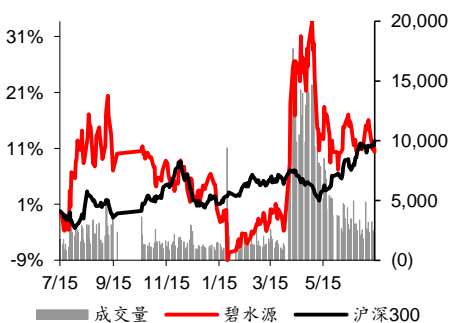
徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

张雪蓉 010-56793939
联系人 zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1《碧水源(300070,买入): 水环境龙头再起航》2017.06
- 2《碧水源(300070,增持): 扣非后净利润增速仍高达 153%》2017.04
- 3《碧水源(300070,增持): 投资拉动了增速, 雄安带来新看点》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

内生业绩稳健, 外延拓宽成长空间

碧水源(300070)

2017H1 盈利同比增长 85%-105%

公司于7月13日发布2017年半年度业绩预告, 2017H1 盈利 4.99 亿元-5.53 亿元, 同比增长 85% - 105%, 实现业绩大幅提升, 主要因为: 1) 随着 PPP 项目的落地与实施, 2017 年上半年订单与销售收入保持了较好的增长; 2) 公司上半年取得了较大的投资收益。根据投资盈德气体和收购良业环境确认的投资收益, 预计 2016H1 的非经常性损益约为 1.84 亿元-2.04 亿元, 扣非净利润同比增长 14%-34%, 略低于预期, 因项目结算周期影响收入确认。

PPP 模式开拓市场, 订单充足支撑业绩增速

公司在国家加强环保生态建设的大背景下, 较好地抓住了国家 PPP 政策的机遇, 保持了持续增长的发展态势。公司技术、资源优势明显, 拿单能力不断增强, PPP 项目持续落地。公司 2016 年中标 PPP 项目 240 亿, 2017 年 H1 中标 PPP 项目 167 亿元 (总订单接近 200 亿, 全年 400 亿订单可能实现), 中标呈明显加速趋势, 但随着低毛利率的土建部分收入占比提升, 公司未来毛利率仍有一定压力。综合看, 公司充足的订单足够保障未来两年净利润 30% 的增速。

外延收购加速, 布局环保大生态圈

近期公司以 7500 万元现金收购定州市冀环危废和京城环保两家公司, 布局雄安新区, 首次进军危废领域; 又以交易对价 8.49 亿元收购业内一流的城市光环境运营商——良业环境 70% 股权, 为城市打造城市景观、旅游提供支撑, 为碧水源开拓市场在 PPP 环境下开拓市场增加新的服务内容。公司外延收购加速, 积极完善产业布局, 不断拓宽成长空间, 尝试打造环保大生态圈。

看好后续发展, 维持“买入”评级

公司 MBR+DF 膜构筑技术壁垒, 订单充足, 积极并购完善产业布局, 外延+内生看好公司后续发展。维持盈利预测, 预计 2017~2019 年 EPS 0.78/1.08/1.30 元/股, 当前股价对应 2017~2019 年 PE 为 24/17/14 倍。维持目标价 23-25 元 (对应 2017 年 30-32 倍目标 PE), 维持“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)	1,921
52 周内股价区间 (元)	15.31-22.48
总市值 (百万元)	57,973
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)	42.48	31.34	23.71	17.12	14.26

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

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
固定资产投资	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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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)	42.48	31.34	23.71	17.12	14.26
PB (倍)	4.26	3.73	3.19	2.71	2.29
EV_EBITDA (倍)	28.53	21.49	15.18	11.09	9.48

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：A0K809

©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