

公司研究/公告点评

2017年10月16日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 19.28
合理价格区间(元): 24.9-27.4

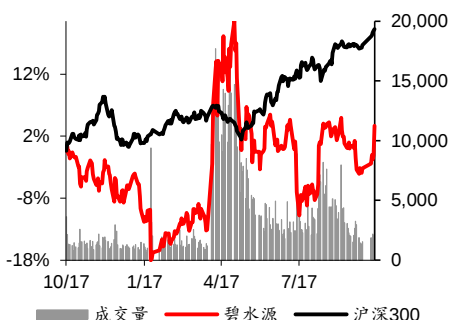
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

张雪蓉 021-38476737
联系人 zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1《碧水源(300070,买入): 上半年业绩高速增长, 现金流稳健》2017.08
- 2《碧水源(300070,买入): 内生业绩稳健, 外延拓宽成长空间》2017.07
- 3《碧水源(300070,买入): 水环境龙头再起航》2017.06

股价走势图



资料来源: Wind

订单落地, 前三季度业绩增长稳健 碧水源(300070)

17 前三季度业绩预增 60%-75%, 订单落地支撑业绩稳健增长

公司 2017 年前三季度预计实现归母净利润 7.0-7.7 亿元, 同比增长 60%-75%。同时, 预计前三季度非经常性损益对公司净利润的影响约为 2.0-2.2 亿元 (上年同期非经常性损益为 252 万元), 则扣非净利润同比增速为 11%-30%, 符合我们的预期, 略低于市场预期。经营业绩实现稳步增长, 主要原因是: 报告期内 PPP 项目稳步推进实施; 前三季度订单与销售收入保持较快增长; 同时, 公司前三季度取得了较大的投资收益, 大幅增厚公司前三季度的业绩。我们认为, 公司作为水处理龙头, 内生增长稳健, 外延布局合理, 订单稳步落地, 将支撑 17 年全年业绩保持较高增速。

订单持续落地, 足以支撑当前市值

市场认为未来碧水源订单落地放缓, 不足以支撑 500 亿市值。我们认为公司订单持续落地, 根据我们的 DCF 模型, 预计公司未来自由现金流较为充裕, 足够支撑目前的 500 多亿市值。根据公司公告, 2017 年全年订单目标超 400 亿 (PPP 口径), 截止 2017 年 8 月中已签订 230 亿, 全年目标大概率有望兑现, 中标呈明显加速趋势, 公司的订单足以保障未来两年净利润 25% 以上的增速。

转型综合环保平台, 成长预期加强

市场把碧水源看作水务公司, 但碧水源正在悄然向综合型平台企业转型, 成长预期变强。2017 年 6 月, 公司公告收购定州市冀环危废和京城环保, 交易对价 7500 万元, 布局雄安新区, 首次进军危废领域, 危废治理行业毛利率高, 市场空间大, 公司切入危废治理, 有望提供新的业绩支持。2017 年 6 月, 公司公告收购业内一流的城市光环境运营商——良业环境 70% 股权, 交易对价 8.49 亿元, 收购完成后持有其 80% 股权, 收购有利于整合双方渠道和技术资源, 为碧水源在 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, 正在不断拓宽成长空间。

布局合理, 订单充裕, 维持“买入”评级

公司的 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。同时考虑到公司的在手订单充足, 支撑公司业绩持续增长。我们微调公司 2017-2019 年 EPS 至 0.83/1.05/1.60 元。目前股价对应 2017-2019 年 PE 为 23/18/12 倍。目前 PE 估值仍处于历史低位, 参考可比公司 2017 年 33x 的平均 PE, 给予公司 2017 年 30-33 倍 PE 估值, 对应目标价 24.9-27.4 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款增大风险; PPP 业务风险; 毛利率降低风险。

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)	60,417
总资产 (百万元)	33,481
每股净资产 (元)	5.12

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	12,046	15,830	18,738
+/-%	51.17	70.54	35.46	31.42	18.37
归属母公司净利润 (百万元)	1,362	1,846	2,588	3,285	5,021
+/-%	44.74	35.55	40.19	26.94	52.84
EPS (元, 最新摊薄)	0.43	0.59	0.83	1.05	1.60
PE (倍)	44.37	32.73	23.35	18.39	12.03

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

可比公司估值表

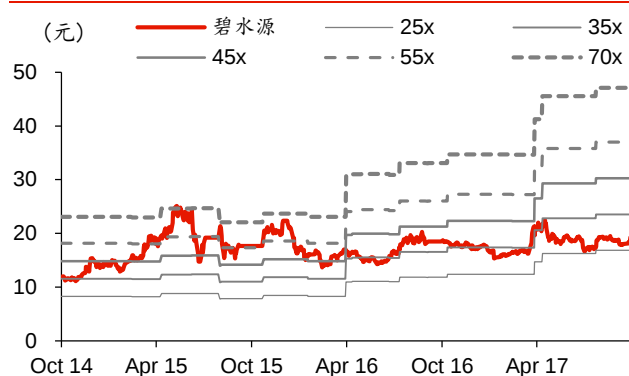
图表1: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
		2017/10/15	2017/10/15	17E	18E	17E	18E	17E	18E	
巴安水务	300262.SZ	11.0	7,395	30.6	21.0	3.1	2.7	10%	13%	Wind
中原环保	000544.SZ	18.2	11,800	35.3	29.7	2.1	2.0	6%	7%	Wind
国祯环保	300388.SZ	21.3	6,508	36.8	31.0	3.7	3.3	10%	11%	华泰
中金环境	300145.SZ	16.9	20,340	27.8	21.1	4.3	3.6	15%	17%	Wind
平均值			17,645	32.6	25.7	3.3	2.9	10%	12%	
中间值			11,800	33.0	25.4	3.4	3.0	10%	12%	
碧水源	300070.SZ	19.3	60,417	23.3	18.4	3.4	2.9	14%	16%	华泰

资料来源: Wind、华泰证券研究所

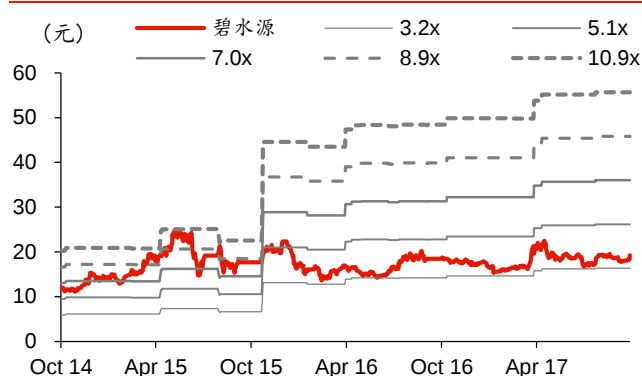
PE/PB - Bands

图表2: 碧水源历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 碧水源历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

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	15,623	18,319	21,553
现金	5,300	9,056	5,173	5,671	6,879
应收账款	2,565	4,232	7,260	8,674	10,267
其他应收账款	255.33	569.86	990.07	1,301	1,540
预付账款	219.19	404.03	662.59	861.71	906.14
存货	345.88	430.75	569.16	740.20	778.36
其他流动资产	75.52	719.41	967.35	1,071	1,182
非流动资产	9,628	16,395	22,534	27,226	32,860
长期投资	1,891	2,338	4,000	4,800	5,280
固定投资	399.80	400.88	(222.37)	(1,322)	(2,184)
无形资产	4,323	9,933	21,204	26,755	32,194
其他非流动资产	3,014	3,723	(2,448)	(3,007)	(2,430)
资产总计	18,389	31,806	38,157	45,545	54,413
流动负债	3,270	13,739	16,120	20,704	23,689
短期借款	211.20	5,979	6,023	7,915	9,369
应付账款	2,028	4,946	6,626	8,617	9,061
其他流动负债	1,031	2,814	3,472	4,172	5,258
非流动负债	1,009	1,733	3,278	3,037	4,201
长期借款	17.70	1,467	3,011	2,770	3,935
其他非流动负债	991.60	266.28	266.28	266.28	266.28
负债合计	4,279	15,472	19,398	23,741	27,890
少数股东权益	535.35	812.99	818.55	825.61	836.41
股本	1,229	3,127	3,134	3,134	3,134
资本公积	8,147	6,682	6,682	6,682	6,682
留存公积	4,085	5,807	8,125	11,164	15,872
归属母公司股	13,574	15,521	17,940	20,979	25,687
负债和股东权益	18,389	31,806	38,157	45,545	54,413

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	1,039	4,449	5,299
净利润	1,362	1,846	2,588	3,285	5,021
折旧摊销	62.92	89.87	338.23	441.04	470.00
财务费用	47.50	84.35	275.17	416.80	498.21
投资损失	(217.46)	(263.84)	(410.82)	(193.52)	(205.50)
营运资金变动	(169.58)	(1,172)	(1,512)	586.06	(392.25)
其他经营现金	274.15	167.86	(239.04)	(86.37)	(91.98)
投资活动现金	(3,756)	(4,838)	(6,067)	(4,939)	(5,899)
资本支出	3,258	3,719	6,023	5,541	5,621
长期投资	342.41	1,057	1,662	800.00	480.00
其他投资现金	155.18	62.22	(1,618)	(1,401)	(202.45)
筹资活动现金	5,321	6,335	1,145	988.25	1,808
短期借款	(748.30)	5,767	44.25	1,892	1,454
长期借款	(32.30)	1,449	1,545	(241.16)	1,165
普通股增加	152.52	1,897	6.83	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)	(1,314)	(450.66)	(662.82)	(810.52)
现金净增加额	2,924	2,249	(3,883)	497.62	1,208

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	12,046	15,830	18,738
营业成本	3,066	6,101	8,062	10,484	11,025
营业税金及附加	81.51	51.01	69.10	90.80	107.48
营业费用	127.30	147.04	240.92	284.95	318.55
管理费用	287.34	409.11	518.06	633.21	749.52
财务费用	47.50	84.35	275.17	416.80	498.21
资产减值损失	135.02	150.90	180.69	158.30	187.38
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	410.82	193.52	205.50
营业利润	1,687	2,213	3,111	3,956	6,058
营业外收入	9.85	27.37	27.37	27.37	27.37
营业外支出	2.10	4.99	5.24	5.51	5.78
利润总额	1,695	2,235	3,133	3,978	6,079
所得税	237.64	385.25	540.10	685.62	1,048
净利润	1,457	1,850	2,593	3,292	5,031
少数股东损益	95.72	3.97	5.56	7.06	10.80
归属母公司净利润	1,362	1,846	2,588	3,285	5,021
EBITDA	1,714	2,272	3,493	4,776	7,006
EPS (元)	0.43	0.59	0.83	1.05	1.60

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	35.46	31.42	18.37
营业利润	45.22	31.13	40.61	27.14	53.14
归属母公司净利润	44.74	35.55	40.19	26.94	52.84
获利能力 (%)					
毛利率	41.20	31.39	33.08	33.77	41.16
净利率	26.11	20.76	21.48	20.75	26.79
ROE	13.86	12.69	15.47	16.88	21.52
ROIC	20.06	15.14	14.01	14.77	18.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.27	48.65	50.84	52.13	51.26
净负债比率 (%)	5.35	54.03	51.28	48.86	50.98
流动比率	2.68	1.12	0.97	0.88	0.91
速动比率	2.57	1.09	0.93	0.85	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.35	0.34	0.38	0.37
应收账款周转率	2.49	2.62	2.10	1.99	1.98
应付账款周转率	1.74	1.75	1.39	1.38	1.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.59	0.83	1.05	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.24	0.33	1.42	1.69
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.95	5.72	6.69	8.20
估值比率					
PE (倍)	44.37	32.73	23.35	18.39	12.03
PB (倍)	4.45	3.89	3.37	2.88	2.35
EV_EBITDA (倍)	35.25	26.59	17.30	12.65	8.62

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门、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