

公司研究/公告点评

2017年12月12日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 17.05  
合理价格区间(元): 24.90~27.40

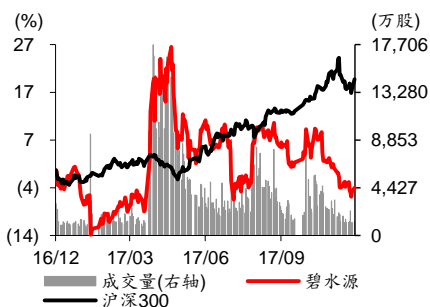
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

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

相关研究

- 1《碧水源(300070,买入): 订单落地, 前三季度业绩增长稳健》2017.10
- 2《碧水源(300070,买入): 上半年业绩高速增长, 现金流稳健》2017.08
- 3《碧水源(300070,买入): 内生业绩稳健, 外延拓宽成长空间》2017.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 环保综合平台战略持续推进

## 碧水源(300070)

### 事件: 碧水源公告两项对外投资

碧水源公告: 1) 拟与关联方西藏必兴以现金 1.44 亿元收购中兴新通讯持有的中兴仪器 60%的股权, 其中公司出资 0.96 万元, 西藏必兴出资 0.48 万元。转让后, 公司将持有中兴仪器 40%股权, 西藏必兴将持有中兴仪器 20%股权。2) 拟与西藏必兴以现金出资 7.4 亿元认购德青源新增发行的 2.3 亿股, 其中碧水源出资 5.2 亿元, 西藏必兴出资 2.2 亿元。增资后, 公司持有德青源 23%股权, 西藏必兴持有德青源 10%股权。两项对外投资将帮助碧水源在纵向、横向上延伸环保产业链布局, 是公司环保综合平台战略持续推进的体现。两项投资均已通过董事会审议, 无需提交股东大会。

### 与关联方一同收购中兴仪器 60%股权, 向产业链上游监测延伸

中兴仪器是国家高新技术企业, 自 1999 年开始致力于环境监测仪器的研制、生产、销售, 环境监测网络设计、建设以及环境连续监测设备和监测网络的运营等业务。产品涵盖了水环境、空气质量、污染源水质、工业废气、环境应急、污染源排放过程(工况)在线监测系统、园区环境监控预警系统及智慧环保等。中兴仪器 2016 年收入 1.6 亿元, 净利润 0.21 亿元, 净资产 0.88 亿元, 收购价格对应 2016 年 P/E11.5 倍, P/B2.7 倍。该投资是碧水源向产业链上游拓展的重要举措, 若收购完成, 我们认为未来可通过提供环境监测+第三方治理的整体解决方案, 推动智慧环保的综合应用。

### 增资生态养殖企业德青源, 加码农村固废和污水市场

德青源集团成立于 2000 年, 是以蛋品为核心, 产业链上下游涵盖种禽和生物质能源的大型产业化集团, 集团设立多个养殖基地, 可在养殖过程中实现农业废弃物资源化利用。德青源 2016 年收入 5.9 亿元, 净利润 0.03 亿元, 2016 年底净资产 5.4 亿元。若增资顺利完成, 将打开碧水源在农业废弃物处理领域的市场, 德青源预计未来每日至少可产生 1,900 吨固体废弃物与 5,700 吨农村废弃物污水。若增资完成后, 随着未来德青源市场的不断扩大, 结合碧水源现有农村治污小型设备(CWT)与饮用水设备(惠民水站)等, 公司将进一步提升在农村水环境综合治理领域的整体竞争力。

### 订单充裕, 外延加速, 维持“买入”评级

公司的 MBR+DF 膜构筑技术壁垒, 根据公开调研纪要, 年初至 10 月 25 日新签订单超 400 亿; 同时, 公司今年以来积极并购完善产业布局, 2017 年 6 月, 公告收购定州市冀环危废和京城环保, 布局雄安新区, 首次进军危废领域; 同月公告收购业内一流的城市光环境运营商——良业环境 70% 股权。此次公司公告两项对外投资, 是公司环保综合平台战略持续推进的体现。我们看好公司“内生+外延”加速成长, 预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.83/1.05/1.40 元, 目前 PE 估值仍处于历史低位, 维持目标价 24.9-27.4 元(对应 2017 年 30-33 倍目标 PE), 维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款增大风险; PPP 项目进度不及预期; 毛利率降低风险; 新业务整合风险。

## 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)	53,429
总资产(百万元)	36,338
每股净资产(元)	5.19

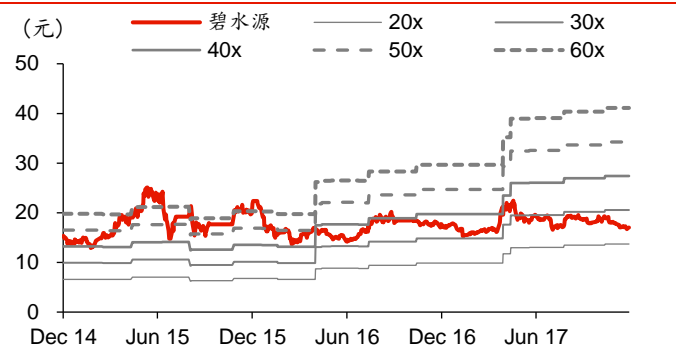
资料来源: 公司公告

## 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	4,402
+/-%	44.74	35.55	40.19	26.94	34.01
EPS(元, 最新摊薄)	0.43	0.59	0.83	1.05	1.40
PE(倍)	39.24	28.95	20.65	16.27	12.14

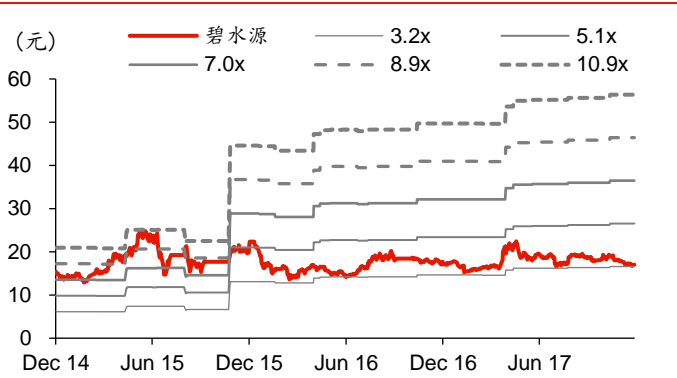
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：碧水源历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：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	21,271
现金	5,300	9,056	5,173	5,671	6,483
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	967.72
存货	345.88	430.75	569.16	740.20	831.26
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	54,131
流动负债	3,270	13,739	16,120	20,704	24,027
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	9,677
其他流动负债	1,031	2,814	3,472	4,172	4,980
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	28,228
少数股东权益	535.35	812.99	818.55	825.61	835.08
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	15,253
归属母公司股	13,574	15,521	17,940	20,979	25,068
负债和股东权益	18,389	31,806	38,157	45,545	54,131

### 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	4,903
净利润	1,362	1,846	2,588	3,285	4,402
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	(168.64)
其他经营现金	274.15	167.86	(239.04)	(86.37)	(93.31)
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	811.79

### 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	11,774
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	5,309
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	5,330
所得税	237.64	385.25	540.10	685.62	918.78
净利润	1,457	1,850	2,593	3,292	4,411
少数股东损益	95.72	3.97	5.56	7.06	9.47
归属母公司净利润	1,362	1,846	2,588	3,285	4,402
EBITDA	1,714	2,272	3,493	4,776	6,257
EPS (元, 基本)	0.43	0.59	0.83	1.05	1.40

### 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	34.20
归属母公司净利润	44.74	35.55	40.19	26.94	34.01
获利能力 (%)					
毛利率	41.20	31.39	33.08	33.77	37.17
净利率	26.11	20.76	21.48	20.75	23.49
ROE	13.86	12.69	15.47	16.88	19.12
ROIC	20.06	15.14	14.01	14.77	16.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.27	48.65	50.84	52.13	52.15
净负债比率 (%)	5.35	54.03	51.28	48.86	50.37
流动比率	2.68	1.12	0.97	0.88	0.89
速动比率	2.57	1.09	0.93	0.85	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.35	0.34	0.38	0.38
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	1.29
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.59	0.83	1.05	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.24	0.33	1.42	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.95	5.72	6.69	8.00
估值比率					
PE (倍)	39.24	28.95	20.65	16.27	12.14
PB (倍)	3.94	3.44	2.98	2.55	2.13
EV_EBITDA (倍)	31.17	23.52	15.30	11.19	8.54

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：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