

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 7.31
合理价格区间(元): 7.92~8.80

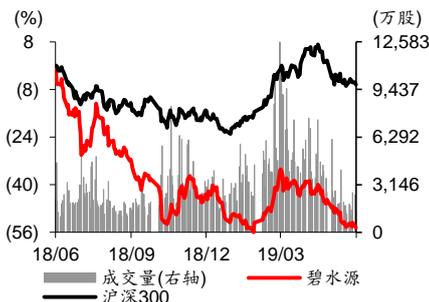
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1 《碧水源(300070,买入): 18 盈利承压, 挑战与机遇并存》2019.04
- 2 《碧水源(300070,买入): 拟引川投集团入主, 龙头有望涅槃》2019.01
- 3 《碧水源(300070,买入): 业绩符合市场预期, 充裕订单待反转》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

股权转让落地, 业绩拐点可期

碧水源(300070)

转让协议生效, 实控人质押风险基本解除

公司6月4日晚公告, 公司与中国城乡签署了股权转让协议的补充协议, 该协议已经生效。协议规定碧水源实控人文剑平及其他三名股东合计向中国城乡转让 3.21 亿股, 占总股本的 10.18%, 股权转让款 28.69 亿, 转让价格 8.95 元/股, 较 6 月 4 日收盘价溢价 22%。协议生效后三日内中国城乡将向文剑平先生支付 3 亿元预付款用于股票解除质押, 我们预计公司质押风险基本得到解除, 后续公司有望依靠中交集团获得更多订单, 融资压力有望缓解。我们上调盈利预测, 预计 19-21 年归母净利润 13.8/16.0/19.7 亿 (前次预测 13.7/14.9/15.5 亿), 考虑可比公司 19 年平均 P/E 16x, 给予公司 19 年 18-20x 目标 P/E, 目标价 7.92-8.80 元, 维持“买入”。

转让协议落地, 业绩拐点可期

18 年以 PPP 模式为主的环保公司融资成本及融资难度有所提升, 经营情况有所恶化。18Q4 和 19Q1 碧水源分别实现营收 54.7/18.1 亿 (分别同比 -35%/-21%), 归母净利润 6.7/0.8 亿 (分别同比 -62%/-46%)。本次协议中 4 名股东承诺碧水源 19-21 年归母净利润增速不低于 10%/15%/20%。公司此前公告股权激励草案拟授予 9 名核心高管 2000 万份股票期权 (总股本的 0.63%, 行权价 4.64 元/股), 我们认为此次转让落地有助于解除实控人质押风险, 管理层有望投入更多精力到经营活动中。我们预计此次股权转让有助于降低公司融资成本及难度, 19Q2-Q3 期间公司有望迎业绩拐点。

借力中交集团, 长期成长空间有望打开

本次协议中 4 名股东承诺碧水源 19-21 年归母净利润增速不低于 10%/15%/20%。本次股权转让完成后, 中国城乡将持股碧水源 10.18% 的股份, 成为公司第二大股东, 中国城乡控股股东为中交集团。根据中交集团官网显示, 2018 年中交集团在《财富》世界五百强中排名 91 位, 产品和服务遍及 150 多个国家。碧水源未来有望依托中交集团优质客户资源, 积极参与海外“一带一路”建设。国内业务方面, 碧水源有望依托中交集团工程出售更多环保设备, 长期成长空间有望打开。

目标价 7.92-8.80 元, 维持“买入”评级

考虑公司质押风险基本解除且长期成长空间有望打开, 我们上调盈利预测, 预计 19-21 年归母净利润 13.8/16.0/19.7 亿 (前次预测 13.7/14.9/15.5 亿), 考虑可比公司 19 年平均 P/E 16x, 考虑公司作为膜技术处理龙头应享受适当溢价, 给予公司 19 年 18-20x 目标 P/E, 目标价 7.92-8.80 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 股权转让中止, 现金流状况恶化, 核心团队流失等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,151
流通 A 股 (百万股)	2,182
52 周内股价区间 (元)	7.10-16.25
总市值 (百万元)	23,030
总资产 (百万元)	57,071
每股净资产 (元)	6.01

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	13,767	11,518	12,846	14,341	16,191
+/-%	54.82	(16.34)	11.53	11.64	12.90
归属母公司净利润 (百万元)	2,509	1,245	1,382	1,600	1,965
+/-%	35.95	(50.41)	11.06	15.76	20.08
EPS (元, 最新摊薄)	0.80	0.40	0.44	0.51	0.61
PE (倍)	11.12	22.43	20.20	17.45	14.53

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：盈利预测调整表

	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度 (pct)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
收入增速 (%)	10.9%	9.2%	11.5%	11.6%	0.6	2.4
毛利率 (%)	30.2%	30.3%	30.0%	30.2%	-0.2	-0.1
期间费用率 (%)	14.6%	14.7%	14.6%	14.1%	0.0	-0.6
净利率 (%)	10.7%	10.6%	10.8%	11.2%	0.0	0.5
归母净利润 (亿元)	1,371	1,485	1,382	1,600	0.8%	7.7%
EPS (元)	0.44	0.47	0.44	0.51	0.8%	7.7%

资料来源：华泰证券研究所

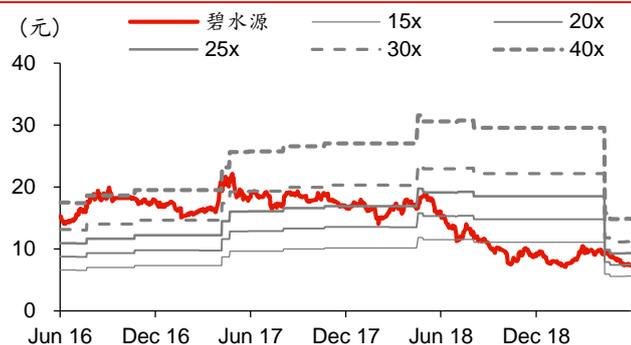
图表2：可比公司估值表 (2019/6/4)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
				19E	20E	19E	20E	19E	20E	
首创股份	600008.SH	3.42	19,444	23	20	1.4	1.4	6%	7%	Wind
博世科	300422.SZ	9.93	3,533	11	8	2.0	1.6	18%	20%	Wind
国祯环保	300388.SZ	9.02	4,968	13	10	1.9	1.7	15%	17%	Wind
平均值			9,315	16	13	1.8	1.5	13%	15%	
碧水源	300070.SZ	7.31	23,030	17	14	1.1	1.1	7%	8%	华泰

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

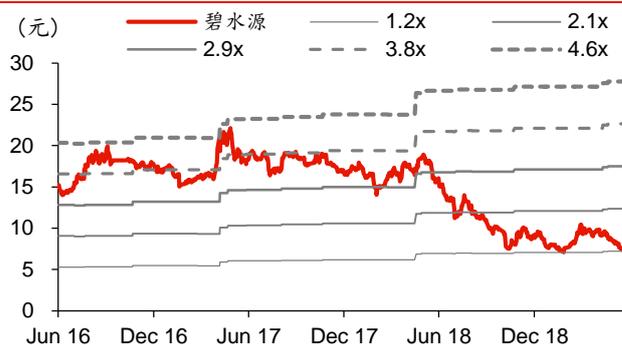
PE/PB - Bands

图表3：碧水源历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,160	18,672	18,476	20,454	23,110
现金	6,132	6,331	4,232	5,031	6,090
应收账款	4,580	5,884	5,859	6,540	7,384
其他应收账款	1,062	922.29	1,029	1,148	1,296
预付账款	702.74	1,180	1,313	1,461	1,647
存货	1,285	1,786	1,987	2,210	2,492
其他流动资产	1,399	2,569	4,058	4,062	4,200
非流动资产	30,476	38,018	42,633	44,898	46,063
长期投资	5,010	5,338	5,338	5,338	5,338
固定投资	519.32	610.13	670.99	694.29	660.05
无形资产	20,756	26,291	30,827	33,186	34,451
其他非流动资产	4,191	5,778	5,797	5,680	5,613
资产总计	45,637	56,690	61,109	65,352	69,173
流动负债	17,090	20,590	21,324	22,904	24,296
短期借款	5,425	5,625	5,000	5,000	4,500
应付账款	8,302	9,702	10,794	12,011	13,539
其他流动负债	3,363	5,263	5,530	5,893	6,257
非流动负债	8,666	14,253	16,561	17,693	18,275
长期借款	3,678	8,044	10,351	11,484	12,066
其他非流动负债	4,988	6,209	6,209	6,209	6,209
负债合计	25,756	34,844	37,885	40,597	42,571
少数股东权益	1,808	3,037	3,156	3,294	3,459
股本	3,139	3,151	3,151	3,151	3,151
资本公积	6,835	6,692	6,692	6,692	6,692
留存公积	8,141	9,103	10,226	11,619	13,300
归属母公司股东权益	18,073	18,809	20,068	21,461	23,142
负债和股东权益	45,637	56,690	61,109	65,352	69,173

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,514	1,305	4,565	4,492	4,882
净利润	2,509	1,245	1,382	1,600	1,921
折旧摊销	215.74	283.91	1,557	1,745	1,845
财务费用	363.40	669.60	715.40	798.68	837.11
投资损失	(450.11)	(272.21)	(196.01)	(190.35)	(181.68)
营运资金变动	(414.19)	(1,147)	987.64	401.74	295.05
其他经营现金	289.72	525.86	118.85	137.58	165.21
投资活动现金	(11,066)	(7,984)	(7,508)	(3,820)	(2,828)
资本支出	10,019	6,548	6,162	4,000	3,000
长期投资	2,203	644.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(1,156)	791.09	1,346	(180.35)	(171.68)
筹资活动现金	7,123	6,809	843.69	126.63	(994.79)
短期借款	(553.67)	200.47	(625.47)	0.00	(500.00)
长期借款	2,211	4,366	2,307	1,133	582.32
普通股增加	12.43	11.22	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	153.56	(143.35)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	5,300	2,374	(838.27)	(1,006)	(1,077)
现金净增加额	(1,430)	130.23	(2,099)	799.43	1,059

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,767	11,518	12,846	14,341	16,191
营业成本	9,780	8,084	8,994	10,008	11,281
营业税金及附加	52.72	65.31	72.84	81.32	91.81
营业费用	231.16	288.37	321.62	330.37	340.60
管理费用	546.04	504.05	835.60	889.83	890.48
财务费用	363.40	669.60	715.40	798.68	837.11
资产减值损失	142.94	348.72	350.40	391.18	441.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	450.11	272.21	196.01	190.35	181.68
营业利润	3,121	1,617	1,787	2,071	2,533
营业外收入	19.57	22.06	22.06	22.06	22.06
营业外支出	10.35	9.18	9.64	10.12	10.62
利润总额	3,130	1,630	1,799	2,083	2,545
所得税	539.07	278.39	298.32	345.34	414.68
净利润	2,591	1,352	1,501	1,738	2,130
少数股东损益	81.98	107.02	118.85	137.58	165.21
归属母公司净利润	2,509	1,245	1,382	1,600	1,965
EBITDA	3,367	2,850	4,169	4,767	5,422
EPS (元, 基本)	0.80	0.40	0.44	0.51	0.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	54.82	(16.34)	11.53	11.64	12.90
营业利润	41.07	(48.19)	10.50	15.90	20.22
归属母公司净利润	35.95	(50.41)	11.06	15.76	20.08
获利能力 (%)					
毛利率	28.96	29.81	29.99	30.22	30.32
净利率	18.23	10.81	10.76	11.16	11.87
ROE	14.94	6.75	7.11	7.71	8.61
ROIC	13.94	8.83	7.32	7.62	8.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.44	61.46	61.99	62.12	61.54
净负债比率 (%)	35.34	39.46	40.73	40.80	39.10
流动比率	0.89	0.91	0.87	0.89	0.95
速动比率	0.81	0.82	0.77	0.80	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.23	0.22	0.23	0.24
应收账款周转率	3.12	2.20	2.19	2.31	2.33
应付账款周转率	1.48	0.90	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.40	0.44	0.51	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.41	1.45	1.43	1.55
每股净资产(最新摊薄)	5.74	5.97	6.37	6.81	7.35
估值比率					
PE (倍)	11.12	22.43	20.20	17.45	14.53
PB (倍)	1.54	1.48	1.39	1.30	1.21
EV_EBITDA (倍)	12.48	14.75	10.08	8.82	7.75

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

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