

证券研究报告—动态报告/公司快评

公用事业

碧水源（300070）
买入

环保 II

重大事件快评

（维持评级）

2015 年 11 月 10 日

稳步向全国性水环境综合服务商迈进，订单丰富，外延可期

证券分析师： 陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513050004

事项：

公司以 37.41 元每股非公开增发 3000 万股及支付 1.1 亿现金，对价 12.3 亿元购买久安建设 49.85% 股权，成为其全资子公司。对赌净利润：15-17 年不低于 1.73 亿/1.99 亿/2.36 亿元。

评论：

■ 收购久安建设，完善公司在工程施工方面资质，增强公司招投标能力，对公司未来项目拿单能力有明显提升，保障公司已有项目的建设质量和效率，增厚公司业绩。

◇ 收购具体情况：碧水源拟通过向 4 对象以非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买其持有的全部久安集团 49.85% 的股权，其中向黄瑛支付现金 1.1 亿元购买其持有的久安集团 4.45% 的股权，向陈桂珍、杨中春、黄瑛和吴仲全发行 0.3 亿股购买其持有的久安集团 45.40% 的股权，交易对价合计 12.3 亿元。

表 1：收购方案发行股份情况

序号	交易对方	持股数量（万股）	占发行后总股本比例（%）
1	陈桂珍	2,055	1.63
2	杨中春	580	0.46
3	黄瑛	36	0.03
4	吴仲全	3,300	0.26
合计		3,000	2.38

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◇ 久安的资质全面，具备市政公用工程施工总承包壹级资质，在水处理行业的水厂、管网等施工方面经验丰富。先后承建多项市政场馆、道路及给排水工程。具备丰富再生水、污水处理厂工程建设及运营项目经验。1) 收购久安建设使得公司资质得到完善，招投标能力得到增强，向着拥有土建施工能力在内的全方位污水整体解决方案提供商迈进；2) 全资子公司参与项目建设，使得公司工程的施工进度的质量得到保障。

表 2：久安集团及其控股子公司资质情况汇总

资质	等级
市政公用工程施工总承包	壹级
机电安装工程施工总承包	壹级
建筑装修装饰工程专业承包	叁级
园林古建筑工程专业承包	叁级
房屋建筑工程施工总承包	叁级
钢结构工程专业承包	叁级
化工石油设备管道安装工程专业承包	叁级
环保工程专业承包	叁级

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3: 久安主要污水处理解决方案项目汇总

板块	项目
再生水	北京市清河再生水厂二期及再生水利用工程
	北小河再生水厂二期工程
	怀柔新城再生水厂扩建工程
	丰台区河西再生水厂土建和设备安装工程
	小红门再生水厂及再生水利用工程
	高碑店再生水厂及再生水利用工程土建和设备安装工程（第一标段）
顺义区北石槽镇再生水厂	
污水处理	广东珠海市前山水质净化厂工程
	正定新区污水处理厂工程（一期）
	吉林市污水处理厂二期工程
	顺义北小营污水处理厂工程
	北京市第十水厂 A 厂建设项目安装工程
	河南杞县葛岗污水处理厂工程
	陕西南郑县圣水污水处理厂工程
	新疆甘泉堡工业园污水处理厂设备材料采购安装及厂区内市政道路工程
福建漳州市东墩污水处理厂（一期）综合处理车间	
传达室工程（PC 总承包）	
运营服务	花乡水厂运营
	晓月苑污水处理站
	丰台看守所污水处理站
	园博园湿地运行
	丰台区河西再生水厂的试运行

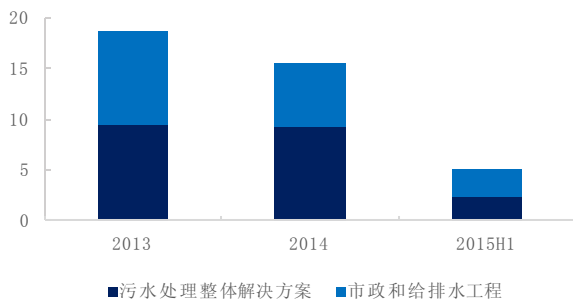
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4: 久安主要市政和给排水工程项目汇总

类型	项目
给排水工程	丰台区河西再生水厂配套污水管线工程
	沙阳路上水等项目
	广渠路东延给水工程第一标段
	清河再生水厂二期再生水管线工程
	通州区河东再生水厂及配套管网工程（第三标段）施工
	怀柔区东区（核心区）给水工程
	丰台区河西再生水厂及配套管线工程-配套雨水管线工程
丰台区河西再生水厂及配套管网工程-中水管线工程	
丰台区 BT 河西再生水厂配套管网工程	
道路工程	龙湖牛栏山人大市政道路工程
	双清路道路改造工程
	烟台龙湖养马岛项目 A 地块大市政工程
	房山新城燕房地区东北环线道路工程
	地铁 15 号线顺向隧道工程
场馆工程	五棵松篮球体育馆工程
	北京工业大学体育场工程
	中关村三小体育场工程
其他市政工程	北京兴隆嘉园小区市政工程
	北京佰嘉城小区市政工程
	西山华府东区综合市政工程
	北京橡树湾小区市政工程
	北京马坊馨城小区市政工程
	烟台龙湖养马岛地块市政工程

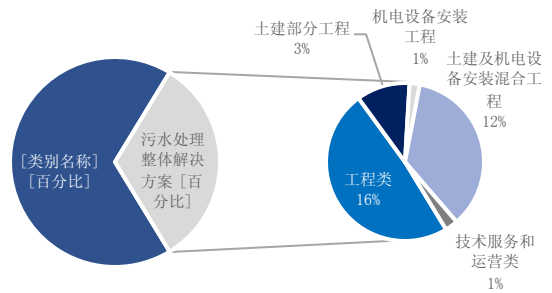
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1: 13-15H1 久安建设主营业务收入 (亿元) 情况



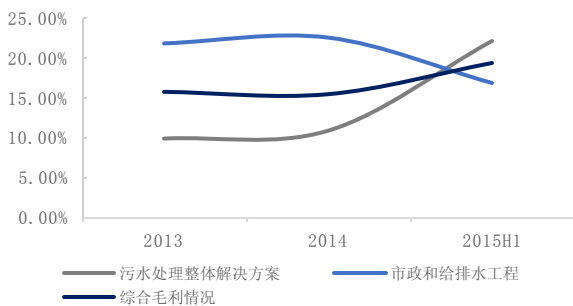
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 2015H1 年久安建设主营业务收入构成



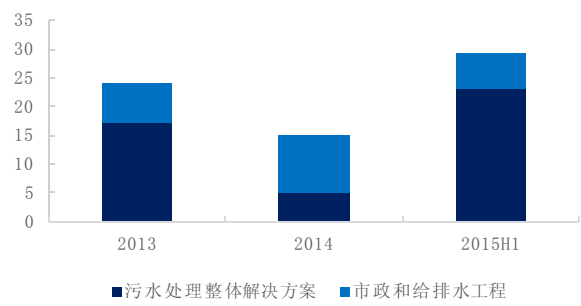
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 13-15H1 久安各项业务毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 13-15H1 久安主要订单情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◇ 对赌利润 15/16/17 年分别达到 1.73/1.99/2.36 亿元, 增厚公司业绩。

表 5: 对赌利润额及股份解锁安排

年份	承诺净利润 (亿元)	解锁条件	解锁数量 (万股)
2015	1.73	实际净利润达到承诺净利润的 70% (未达到将继续锁定)	2100
2016	1.99	实际净利润达到承诺净利润的 70% (未达到将继续锁定)	900
2017	2.36	2015 年至 2017 年实现净利润之和达到 2015 年至 2017 年承诺净利润之和	本次向交易对方发行的尚未解锁的股份可解锁

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 公司与国开资本的合作未来将深入从多方面展开; 布局水处理行业全产业链, 在手订单丰富。

公司与国开行密切合作。国开金融领导将进入公司管理层成为公司副董事长, 参与公司的日常经营决策, 深度合作, 和国开资本的合作未来将深入从多方面展开。“十二五”收官之年, 公司订单丰富, 目前在手近百个项目, 业务无忧。与国开行合作及公司独创合资模式 (已参股三家上市公司) 将加速推动项目落地。

■ 公司持续加强外延拓展, 对象包括海内外有技术、品牌、渠道的公司。

公司视技术创新为自身灵魂, 多年来不断以技术创新来巩固自己国内行业地位, 未来有望进一步延伸发展到海外市场, 未来外延拓展的对象可能包括海内外有技术、品牌和渠道的公司。

■ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 15-17 年 EPS 为 1.16/1.79/2.22 元, 对应 PE 为 38/24/20 倍。公司是环保里少有的有灵魂有创新能力的公司, 最优质的环保平台型公司, 流动性和安全性最佳的环保投资标的之一, 维持公司“买入”评级。

■ 风险因素

收购进度低于预期, 项目建设进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	2394	6726	11193	16457
应收款项	1756	2199	3413	4720
存货净额	275	470	714	1027
其他流动资产	203	161	249	345
流动资产合计	4629	9555	15569	22549
固定资产	385	472	563	557
无形资产及其他	1325	1272	1219	1166
投资性房地产	2761	2761	2761	2761
长期股权投资	1436	1636	1936	2236
资产总计	10536	15697	22048	29270
短期借款及交易性金融负债	960	1000	1000	1000
应付款项	1497	1503	2285	3287
其他流动负债	567	1511	2293	3287
流动负债合计	3023	4014	5578	7573
长期借款及应付债券	966	3966	6966	9966
其他长期负债	96	96	96	96
长期负债合计	1062	4062	7062	10062
负债合计	4085	8076	12640	17636
少数股东权益	372	445	541	668
股东权益	6078	7176	8867	10966
负债和股东权益总计	10536	15697	22048	29270

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.87	1.16	1.79	2.22
每股红利	0.15	0.29	0.45	0.56
每股净资产	5.64	5.70	7.04	8.71
ROIC	15%	20%	34%	43%
ROE	15%	20%	25%	26%
毛利率	39%	37%	39%	36%
EBIT Margin	30%	28%	30%	27%
EBITDA Margin	31%	29%	31%	28%
收入增长	10%	55%	55%	38%
净利润增长率	12%	56%	54%	24%
资产负债率	42%	54%	60%	63%
息率	0.4%	0.8%	1.2%	1.5%
P/E	50.0	37.6	24.4	19.7
P/B	7.7	7.7	6.2	5.0
EV/EBITDA	47.4	40.1	26.3	22.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3449	5350	8305	11486
营业成本	2099	3368	5108	7340
营业税金及附加	58	107	166	230
销售费用	61	83	104	144
管理费用	201	321	468	627
财务费用	101	84	155	214
投资收益	318	425	467	513
资产减值及公允价值变动	(84)	(30)	(30)	(30)
其他收入	0	0	1	2
营业利润	1162	1782	2742	3417
营业外净收支	13	25	25	25
利润总额	1175	1807	2767	3442
所得税费用	161	271	415	516
少数股东损益	73	73	96	127
归属于母公司净利润	941	1463	2255	2799

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	941	1463	2255	2799
资产减值准备	33	36	18	5
折旧摊销	49	100	114	124
公允价值变动损失	84	30	30	30
财务费用	101	84	155	214
营运资本变动	(891)	391	35	285
其它	27	37	78	122
经营活动现金流	243	2057	2530	3364
资本开支	(11)	(200)	(200)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	59	(400)	(500)	(400)
权益性融资	92	0	0	0
负债净变化	(303)	1500	1500	1500
支付股利、利息	(166)	(366)	(564)	(700)
其它融资现金流	765	41	0	0
融资活动现金流	(80)	2675	2436	2300
现金净变动	223	4332	4466	5265
货币资金的期初余额	2172	2394	6726	11193
货币资金的期末余额	2394	6726	11193	16457
企业自由现金流	35	1542	2039	2983
权益自由现金流	497	3011	3407	4301

相关研究报告:

《碧水源-300070-2015年半年报点评:携手国开行,再攀新巅峰》——2015-08-19

《碧水源-300070-公司快评-增发为公司第二轮成长奠定夯实基》——2014-12-02

《碧水源-300070-半年报点评:合资公司进入收获期,平台价值开始显现》——2014-08-17

《碧水源-300070-公司快评:携手国开行签订 200 亿资金合作计划,为全国优质项目获得打下基础》——2014-06-18

《碧水源-300070-公司快评-固废合资公司成立,平台型公司价值初露端倪》——2014-04-02

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。