

收购完善污泥处置环节，高景气度下PPP项目加速向公司业绩转化

——碧水源（300070）事件点评

2016年09月21日

强烈推荐/维持

碧水源

事件点评

事件：

公司公告，筹划以发行股份及支付现金的方式购买北京中矿环保科技股份有限公司100%的股权，公司股票自2016年9月20日（星期二）开市起停牌。

主要观点：

1. 中矿环保以处理市政、工业污泥起家，与公司主业形成良好协同

中矿环保主营业务为黏稠固体废物处置成套设备的生产销售，自2001年公司成立以来一直深耕于黏稠固体废物处置技术的研究和运用，目前在市政污泥、造纸污泥、煤泥等黏稠固体废弃物的处置和再利用方面已经形成了深厚的积淀。中矿环保曾在2012年谋求上市，后来因为部分财务和其他原因上市事项终止，公司此次收购中矿环保以后：1）有效补足公司在水处理产业链末端-污泥处置环节的短板，与公司主业形成良好协同；2）PPP浪潮席卷之下，地方政府倾向于将水处理项目打包成为流域综合治理项目招标，收购完成后公司将具备涵盖水、污泥、固废在内的综合环境治理能力，为进一步承接大型环境综合治理项目提供助力。

2. 中报业绩高增长体现环保PPP行业景气度提升，由订单向业绩转化速度显著加快

公司中报业绩增速超预期，体现了在“保增长”成为中央和地方政府核心诉求的形势下，政府对于PPP的支持和推进力度增强，加速了PPP由项目-订单-公司业绩的转化速度。近日发改委公开推介第三批PPP项目，合计规模为2.14万亿，结合今年从1季度以来1800亿PPP引导基金设立到3季度即将递交国务院的PPP立法，我们认为PPP行业景气度仍在不断提升，目前公司在手订单中超过80%为PPP项目，伴随在手订单加速向业绩转化，预计公司全年业绩表现有望超出市场预期。

分析师：杨若木

010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120014

联系人：刘博

010-66555481 liubo_yjs@dxzq.net.cn

于洋

010-66555445 yuyang_yjs@dxzq.net.cn

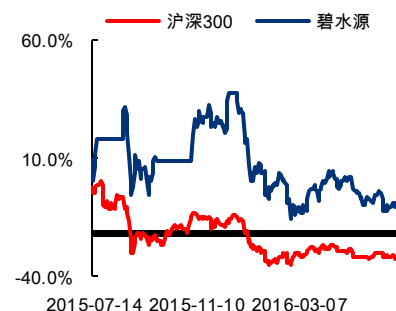
庞天一

010-66554128 pangty@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	26.04-13.52
总市值（亿元）	578
流通市值（亿元）	272
总股本/流通A股（万股）	212340/164453
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.40

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《环保行业2016年中期策略：“效果化+保增长”趋势下，掘金高景气度细分领域》2016-06-30
- 《三聚环保深度报告：“产品-改造-运营”战略规划清晰，能源净化综合服务龙头再起航》2016-07-13

3、长期来看，环保“效果化”目标下膜处理技术使用范围扩大，公司作为膜处理龙头企业有望充分获益

《城镇污水处理厂污染物排放标准（修订稿）》中首次提出水污染物特别排放限值，这也是在“大气污染物特别排放限值”之后我国环保领域内再一次出现“特别排放限值要求”。在水环境质量切实改善的环保“效果化”目标下，预计未来环渤海、长三角等环境较为敏感地区污水处理厂出水标准提升至地表四类或者三类将是大概率事件；同时在特别排放限值以外区域，由于出水标准尚达不到地表五类，存在大面积提标改造需求，在这种形势下，远期来看膜法水处理技术在市政领域的应用范围将显著扩大，而公司作为膜处理技术龙头企业，将在行业快速增长中充分获益。

结论：

预计公司 16、17、18 年净利润分别为 23 亿、31 亿、43 亿，EPS 分别为 0.74 元、0.99 元、1.38 元，对应市盈率分别为 22 倍、17 倍、12 倍。我们认为，公司属于环保行业中稀缺的兼具核心技术优势与良好政府关系的平台型企业：短期来看，“保增长”核心诉求下，政府对于 PPP 的支持力度增强，行业景气度提升带来公司在手订单集中加速释放，16 年全年业绩高速增长可期；长期来看，环保治理的“效果化”目标要求水环境质量切实改善，公司膜法水处理技术在“十三五”时期扩大应用范围是大概率事件，带来长期业绩持续高速增长，公司发展战略和业务布局充分贴合环保行业变革趋势，具备配置价值，建议关注。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	4629	8761	13022	17803	26399	营业收入	3449	5214	8098	11750	17073
货币资金	2394	5300	5606	6510	9460	营业成本	2099	3066	4842	7026	10209
应收账款	1627	2565	5156	7481	10870	营业税金及附加	58	82	84	122	177
其他应收款	112	255	397	575	836	营业费用	61	127	137	199	303
预付款项	186	219	869	1812	3181	管理费用	201	287	376	545	792
存货	275	346	672	975	1417	财务费用	101	47	71	121	206
其他流动资产	14	50	55	61	70	资产减值损失	84.37	135.02	189.03	245.74	319.46
非流动资产合计	5907	9628	8669	8209	7750	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1436	1891	1891	1891	1891	投资净收益	317.80	217.46	0.88	0.88	0.88
固定资产	304.82	399.80	400.89	373.66	346.32	营业利润	1162	1687	2399	3492	5066
无形资产	1325	4323	3891	3459	3026	营业外收入	14.67	9.85	6.77	6.77	6.77
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.73	2.10	0.00	0.00	0.00
资产总计	10536	18389	21691	26013	34148	利润总额	1175	1695	2406	3498	5073
流动负债合计	3023	3270	3486	5930	11295	所得税	161	238	602	875	1268
短期借款	960	211	0	1173	4688	净利润	1014	1457	1805	2624	3805
应付账款	1493	2028	2142	3107	4515	少数股东损益	73	96	-6	-6	-6
预收款项	119	199	359	591	929	归属母公司净利润	941	1362	2313	3124	4328
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	2621	6093	2932	4074	5734
非流动负债合计	1062	1009	1040	1031	1011	EPS (元)	0.88	1.21	0.74	1.00	1.39
长期借款	50	18	18	18	18	主要财务比率					
应付债券	916	917	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	4085	4279	3504	5947	11312	成长能力					
少数股东权益	372	535	529	523	517	营业收入增长	10.08%	51.17%	55.30%	45.10%	45.30%
实收资本 (或股	1077	1229	3123	3123	3123	营业利润增长	10.87%	45.22%	42.19%	45.53%	45.10%
资本公积	1904	8147	9025	9025	9025	归属于母公司净利润	69.86%	35.06%	69.86%	35.06%	38.54%
未分配利润	2627	3730	5228	7252	10056	获利能力					
归属母公司股东	6078	13574	17992	20368	23660	毛利率 (%)	39.15%	41.20%	40.20%	40.20%	40.20%
负债和所有者权益	10536	18389	22025	26838	35489	净利率 (%)	29.39%	27.95%	22.28%	22.33%	22.29%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	781	1359	2014	3132	4226	偿债能力					
净利润	1014	1457	1805	2624	3805	资产负债率 (%)	39%	23%	16%	22%	
折旧摊销	1358.12	4357.75	0.00	461.48	461.59	流动比率			3.00	2.34	
财务费用	101	47	71	121	206	速动比率			2.84	2.21	
应付帐款的变化	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.37	0.36	0.40	0.48	0.55
投资活动现金流	-758	-3756	-1235	-2300	-3190	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.83	2.96	3.88	4.48	4.48
长期股权投资减	0	0	467	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	318	217	232	311	335	每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.21	0.74	1.00	1.39
筹资活动现金流	181	5321	3019	3040	4300	每股净现金流 (最新	0.19	2.38	0.10	0.29	0.94
应付债券增加	0	0	-917	0	0	每股净资产 (最新摊	5.64	11.04	5.76	6.52	7.57
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	185	153	1894	0	0	P/E	18.78	13.66	22.32	16.53	11.93
资本公积增加	-32	6243	878	0	0	P/B	2.93	1.50	2.87	2.53	2.18
现金净增加额	205	2924	306	904	2949	EV/EBITDA	6.61	2.65	15.70	11.37	8.18

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：刘博

中国人民大学经济学博士，1 年证券行业研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

于洋

香港大学工学硕士，4 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

庞天一

吉林大学环境科学硕士，3 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。