

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）

2017年06月08日

收购良业环境，资本对接加速，助力 PPP 发展

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

证券分析师：姚健

010-88005301

yaojian1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080006

事项：

公司公告与宁波梅山保税港区良益诚股权投资合伙企业（有限合伙）、杭州益润宏瑞投资合伙企业（有限合伙）、北京中技高科财富投资中心（有限合伙）、山东多盈节能环保产业创业投资有限公司和烟台源创科技投资中心（有限合伙）签署了《北京碧水源科技股份有限公司关于北京良业环境技术有限公司之股权收购协议》，以现金收购交易对手方持有的北京良业环境技术有限公司 70% 的股权，转让价格共计人民币 84,918.30 万元，交易完成后，公司将持有良业环境 80% 的股权，宁波梅山保税港区良益诚股权投资合伙企业（有限合伙）持有良业环境 20% 的股权。

评论：

■ 收购国内一流的光环境运营商，整合 PPP 综合业务和拿单能力

北京良业环境技术有限公司，创立于 1996 年，是国家高新技术企业、中国优秀的城市光环境运营商。公司的三大服务内涵是灯光山水秀、夜景观光带、路灯照明网；三类客户对象分别为历史文化名城、红色旅游胜地、自然生态城市。良业环境在照明领域实力雄厚，公司的历史项目都是著名建筑、景区、桥梁等的照明系统设计，其中包括“鸟巢”夜景光环境系统、G20 峰会主会场杭州国际博览中心、钱江两岸照明项目、延安大型城市灯光山水秀等，足以体现公司在业内的水准。

本次收购前公司持有北京良业环境技术有限公司 10% 股权，收购完成后持有 80% 股权，使得良业环境成为上市公司旗下子公司。本次交易具体情况如下：

表 1：本次交易股权变化

| 股东名称 | 本次交易前持股比例 | 转让股权比例 | 交易价格（万元） | 本次交易后持股比例 |
|---------------------------|-----------|--------|-----------|-----------|
| 北京碧水源科技股份有限公司 | 10.00% | - | - | 80.00% |
| 宁波梅山保税港区良益诚股权投资合伙企业（有限合伙） | 67.00% | 47.00% | 60,319.80 | 20.00% |
| 杭州益润宏瑞投资合伙企业（有限合伙） | 10.80% | 10.80% | 11,550.60 | 0.00% |
| 北京中技高科财富投资中心（有限合伙） | 7.20% | 7.20% | 7,700.40 | 0.00% |
| 山东多盈节能环保产业创业投资有限公司源创科技 | 3.57% | 3.57% | 3,818.12 | 0.00% |
| 山东多盈节能环保产业创业投资有限公司 | 1.43% | 1.43% | 1,529.39 | 0.00% |
| 合计 | 100.00% | | | 100.00% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

良业环境承诺 17-19 年业绩不低于 1.65/2.06/2.58 亿元，年平均增速约 25%，不足部分将现金补偿，超过部分的 35% 将作为业绩奖励。此次收购价格仅较评估值溢价 20%，对应 17 年 PE 仅为 7.35 倍，价格合理。良业环境业绩承诺较高，现金收购将增厚公司业绩。

表 2：本次收购良业环境的业绩承诺

| | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 归母净利润(万元) | 16,500 | 20,600 | 25,800 |
| 同比(%) | | 24.85% | 25.24% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

地方政府对于市政生态环境治理的要求综合化，灯光和良好的环境都是优美环境的重要组成部分。良业环境近年来大力发展光环境 PPP 业务，与碧水源在商业模式和客户上具有很强的协同作用。此次收购良业环境带来大型主流景观的项目经验，为碧水源的环境综合整治业务带来了差异化的优势，有助于碧水源加强城市综合环境的 PPP 拿单和建设能力。碧水源多领域战略布局进展显著，公司 6 月 3 日收购定州项目首次进入危废行业。此次收购优质光环境运营商，加强 PPP 综合能力。未来还有望在工业节能和城市环境领域再次拓展，为公司带来新的盈利增长点。

■ PPP 订单持续加速，雄安建设有望带来新增长空间

16 年公司新签订单 153 个总金额 336 亿元，PPP 类订单总金额超 200 亿元。进入 2017 年以来，由于河长制的推广、黑臭水体治理的推进，公司 PPP 订单呈现加速态势，龙头态势明显，预计上半年就有望接近去年全年整体 PPP 订单水平。公司 PPP 订单拿单能力不断增强，拿单范围也相应扩展，业绩增长有望超预期。

雄安新区的建设将对区域水环境提出全新的需求，水循环利用将成为趋势，公司的 MBR+DF 膜技术可实现二、三类水的排放标准，带来全新行业变革，破解区域缺水危机，进而带动华北区域整体水市场的升级放量。经测算，白洋淀区域直接水市场约 350 亿元，华北区域整体水生态投资约 5000 亿元，公司作为龙头，独特技术带来最大受益。

■ 资本对接加速，助力 PPP 业务落地

6 月 6 日，公司与上海浦东发展银行股份有限公司北京分行、中国建设银行股份有限公司北京市分行在京先后签署战略合作协议，两家银行将分别为碧水源提供 200 亿元、100 亿元的意向性授信额度，以支持公司高速拓展的业务发展。此前碧水源已获得国开行 200 亿元授信与中信银行 100 亿元授信，截至目前碧水源共获得银行授信金额总计达 600 亿元，显示资本市场对于公司业务发展的强烈看好。PPP 大潮下，资本实力是推动项目落地的最关键因素之一，公司成功的资本运作为其高速发展提供了强劲的动力。

6 月 6 日，北京银监局批复同意北京中关村银行开业，标志着北京市首家民营银行正式落地，成为全国第 13 家获批开业的民营银行。2016 年 11 月 8 日，公司公告拟与用友网络、东方园林等 10 家中关村国家自主创新示范区的科技创新企业共同投资发起设立北京中关村银行股份有限公司，注册资本 40 亿元。其中碧水源出资额为 10.8 亿元，占 27% 的股权，是仅次于用友网络 29.8% 股权的第二大股东。参与设立中关村银行，有助于帮助公司建立行业与金融的综合化服务平台，为公司的 PPP 项目提供融资支撑及金融创新方案，创新性地打造 PPP 融资与网络金融的链接。

■ 盈利预测与评级

公司近期一系列外延动作预计将增厚公司业绩，我们上调公司 17-19 年净利润预测分别到 26.3/36.4/49.8 亿元，EPS 为 0.84/1.16/1.59，对应动态 PE 为 23/17/12，维持买入评级。

■ 风险因素

并购和 PPP 项目进度低于预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 9056 | 10845 | 13338 | 18135 |
| 应收款项 | 4831 | 7897 | 11849 | 16552 |
| 存货净额 | 431 | 839 | 1268 | 1773 |
| 其他流动资产 | 1094 | 1729 | 2595 | 3625 |
| 流动资产合计 | 15412 | 21310 | 29049 | 40085 |
| 固定资产 | 495 | 6405 | 12081 | 17111 |
| 无形资产及其他 | 9933 | 9536 | 9139 | 8741 |
| 投资性房地产 | 3629 | 3629 | 3629 | 3629 |
| 长期股权投资 | 2338 | 2838 | 3438 | 4138 |
| 资产总计 | 31806 | 43718 | 57335 | 73704 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 3392 | 5000 | 5500 | 6000 |
| 应付款项 | 4977 | 8394 | 12676 | 17731 |
| 其他流动负债 | 5370 | 8764 | 13229 | 18503 |
| 流动负债合计 | 13739 | 22158 | 31405 | 42234 |
| 长期借款及应付债券 | 1467 | 2467 | 3467 | 4467 |
| 其他长期负债 | 266 | 466 | 666 | 866 |
| 长期负债合计 | 1733 | 2933 | 4133 | 5333 |
| 负债合计 | 15472 | 25092 | 35538 | 47568 |
| 少数股东权益 | 813 | 818 | 824 | 833 |
| 股东权益 | 15521 | 17809 | 20972 | 25303 |
| 负债和股东权益总计 | 31806 | 43718 | 57335 | 73704 |

| 关键财务与估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.59 | 0.84 | 1.16 | 1.59 |
| 每股红利 | 0.07 | 0.11 | 0.15 | 0.21 |
| 每股净资产 | 4.96 | 5.70 | 6.71 | 8.09 |
| ROIC | 11% | 14% | 17% | 23% |
| ROE | 12% | 15% | 17% | 20% |
| 毛利率 | 31% | 28% | 26% | 25% |
| EBIT Margin | 25% | 19% | 18% | 18% |
| EBITDA Margin | 26% | 24% | 24% | 23% |
| 收入增长 | 71% | 62% | 50% | 40% |
| 净利润增长率 | 36% | 42% | 38% | 37% |
| 资产负债率 | 51% | 59% | 63% | 66% |
| 息率 | 0.4% | 0.6% | 0.8% | 1.1% |
| P/E | 32.6 | 22.9 | 16.6 | 12.1 |
| P/B | 3.9 | 3.4 | 2.9 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 33.3 | 24.7 | 18.8 | 15.2 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 8892 | 14412 | 21624 | 30207 |
| 营业成本 | 6101 | 10382 | 15982 | 22538 |
| 营业税金及附加 | 51 | 115 | 173 | 242 |
| 销售费用 | 147 | 238 | 357 | 498 |
| 管理费用 | 409 | 902 | 1154 | 1455 |
| 财务费用 | 84 | 44 | 91 | 76 |
| 投资收益 | 264 | 350 | 400 | 450 |
| 资产减值及公允价值变动 | (151) | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2213 | 3080 | 4266 | 5849 |
| 营业外净收支 | 22 | 20 | 20 | 20 |
| 利润总额 | 2235 | 3100 | 4286 | 5869 |
| 所得税费用 | 385 | 465 | 643 | 880 |
| 少数股东损益 | 4 | 6 | 8 | 10 |
| 归属于母公司净利润 | 1846 | 2630 | 3636 | 4978 |

| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 1846 | 2630 | 3636 | 4978 |
| 资产减值准备 | 16 | 1805 | 1592 | 1763 |
| 折旧摊销 | 88 | 682 | 1130 | 1604 |
| 公允价值变动损失 | 151 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 84 | 44 | 91 | 76 |
| 营运资本变动 | 3956 | 4706 | 5293 | 6054 |
| 其它 | (12) | (1800) | (1585) | (1754) |
| 经营活动现金流 | 6044 | 8023 | 10066 | 12645 |
| 资本开支 | 27 | (8000) | (8000) | (8000) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (420) | (8500) | (8600) | (8700) |
| 权益性融资 | 811 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 1449 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 支付股利、利息 | (232) | (342) | (473) | (647) |
| 其它融资现金流 | (5114) | 1608 | 500 | 500 |
| 融资活动现金流 | (1868) | 2266 | 1027 | 853 |
| 现金净变动 | 3757 | 1789 | 2493 | 4797 |
| 货币资金的期初余额 | 5300 | 9056 | 10845 | 13338 |
| 货币资金的期末余额 | 9056 | 10845 | 13338 | 18135 |
| 企业自由现金流 | 5878 | (254) | 1787 | 4311 |
| 权益自由现金流 | 2213 | 2317 | 3210 | 5746 |

相关研究报告

- 《碧水源-300070-2016 年报点评： 出售盈德收益颇丰， 订单落地加快》 ——2017-04-27
- 《碧水源-300070-2016 年报点评： PPP 支持业绩增长， 受益雄安开发高增长可期》 ——2017-04-12
- 《碧水源-300070-2016 年年报预告点评： PPP 推进顺利， 低估值的优质龙头》 ——2017-02-28
- 《碧水源-300070-2016 年年报预告点评： 业绩略低于预期， PPP 订单加速》 ——2017-01-25
- 《碧水源-300070-重大事件快评： 控股股东大手笔增持显信心， PPP 龙头高增长》 ——2016-12-13

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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。 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。