

碧水源 (300070.SZ) : 订单充足, 外延并购打造综合生态环境治理商 ——调研简报

2017年9月21日

分析师

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-51789093

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理

梁晨

执业证书编号: S1380112050001

联系电话: 010-51789062

邮箱: liangchen@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格(元): 18.32

本次评级: 尚未覆盖, 未评级

公司基本数据

总股本(百万股): 3133.69

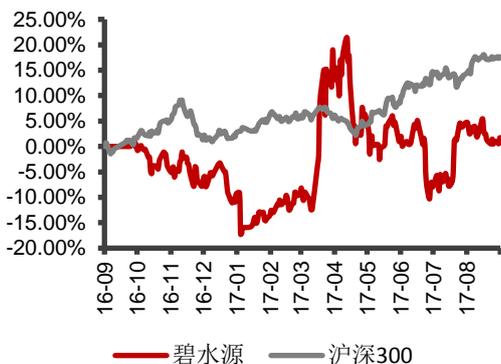
流通股本(百万股): 1921.01

流通A股市值(亿元): 351.93

每股净资产(元): 5.12

资产负债率(%): 48.11

碧水源与沪深300走势比较



内容提要:

- **膜法水处理助力业绩持续增长。**公司是国内唯一集全系列膜材料研发、全系列膜与设备制造、膜工艺应用于一体的企业,也是国内唯一有能力将污水通过自主创新的“MBR+DF”技术直接达到地表水II类或III类,并能够完成大规模工程应用的环保企业。此外,公司是目前世界上承建大规模MBR工程最多的企业,约占世界总数量的50%。膜法水处理技术的技术壁垒较高,足以支撑业务的高毛利率,同时公司具有国内较丰富的项目储备,精准把握环保水处理技术难点,公司的技术优势最终将表现为业绩增长与市场占有率的提升。
- **充足订单为业绩提供保障。**截止2017年上半年,公司在手订单约190亿元,其中PPP订单146亿元,EPC订单44亿元,订单量接近去年全年体量。由此来看,公司凭借先进的技术和丰富的项目经验,上半年拿单能力依旧强劲。目前,公司在手订单充足,保障未来业绩持续增长。
- **外延并购拓展新的增长极。**2017年公司收购光环境运营商良业环境,此次并购将进一步提升公司PPP项目的承接能力,增强公司在特色小镇和旅游景观项目中的拿单能力。良业环境业务毛利率较高,2017年上半年贡献营业收入和净利润分别为1.37亿元和4146.1万元,并承诺2017-2019年业绩不低于1.65、2.06、2.58亿元,三年累计净利润不低于6.29亿元,为公司未来业绩增长提供新的增长极。此外,2017年上半年,公司并购冀环公司和定州京城环保,正式涉足危废领域,并借此拓展雄安环保市场。公司有望从水处理全产业链企业成长为综合生态环境治理公司,为公司业绩增长提供新动力。
- **风险提示。**订单完成及实现收入不及预期,项目落地不及预期,公司业绩低于预期,国内外二级市场系统性风险。

碧水源是拥有膜技术核心优势和水处理全产业链的龙头企业，近期我们对公司进行了调研，整理纪要如下供投资者参考。

1、公司基本情况

1.1 公司主要业务

公司业务范围覆盖污水处理、水生态环境治理、市政给排水、海水淡化以及城市光环境运营、净水器制造和销售、固废处理等。公司主要采用膜技术为客户提供建造给水与污水处理厂或再生水厂与海水淡化厂及城市生态系统的整体技术解决方案，包括工程和运营等全流程。

1.2 公司业绩情况及分析

公司2017年上半年实现营业收入28.95亿元，同比增长23.34%；归母净利润5.34亿元，同比增长97.73%，扣非后净利润3.21亿元，同比增长20.33%，基本符合市场预期。毛利率方面，2017年上半年公司毛利率27.20%，同比增长1.68%，主要原因是公司控股子公司良业环境于2017年6月开始并表，新增的城市光环境运营业务毛利率高达48.84%，带动公司整体毛利率提升。此外，净水器业务毛利率同比下降6.32%，变化较大的原因是公司发布新产品，成本上升所致。

2、投资观点及盈利预测

2.1 膜法水处理助力业绩持续增长

公司是国内唯一集全系列膜材料研发、全系列膜与设备制造、膜工艺应用于一体的企业，也是国内唯一有能力将污水通过自主创新的“MBR+DF”技术直接达到地表水II类或III类，并能够完成大规模工程应用的环保企业。此外，公司是目前世界上承建大规模MBR工程最多的企业，约占世界总数量的50%。膜法水处理技术的技术壁垒较高，足以支撑业务的高毛利率，同时公司具有国内较丰富的项目储备，精准把握环保水处理技术难点，公司的技术优势最终将表现为业绩增长与市场占有率的提升。

2.2 充足订单为业绩提供保障

截止2017年上半年,公司在手订单约190亿元,其中PPP订单146亿元,EPC订单44亿元,订单量接近去年全年体量。由此来看,公司凭借先进的技术和丰富的项目经验,上半年拿单能力依旧强劲。目前,公司在手订单充足,保障未来业绩持续增长。

2.3 外延并购拓展新的增长极

2017年公司收购光环境运营商良业环境,此次并购将进一步提升公司PPP项目的承接能力,增强公司在特色小镇和旅游景观项目中的拿单能力。良业环境业务毛利率较高,2017年上半年贡献营业收入和净利润分别为1.37亿元和4146.1万元,并承诺2017-2019年业绩不低于1.65、2.06、2.58亿元,三年累计净利润不低于6.29亿元,为公司未来业绩增长提供新的增长极。此外,2017年上半年,公司并购冀环公司和定州京城环保,正式涉足危废领域,并借此拓展雄安环保市场。公司有望从水处理全产业链企业成长为综合生态环境治理公司,为公司业绩增长提供新动力。

3、调研问答环节

3.1 净水器业务增速不太快,原因是什么?

净水公司今年3-4月份更换了净水的管理团队,也刚换了新的产品系列。从中报看,今年上半年和它去年的业绩差不多。虽然净水的毛利率有一点下降,这主要是因为公司上了新的产品,现在主打的产品D601、D688等都是请富士康代工,而且也重新做过设计美观等,所以毛利率会稍微有一点下降。目前公司多管齐下,通过多种途径拓展原来的销售渠道、加强开展大客户销售力度、加强网上网下的销售力度和影响等,因为公司目前家用这边品牌认知度还很一般,所以也在加大这方面的力度。

3.2 良业环境业务毛利率很高,原因是什么?光环境行业情况如何?收费机制是怎样的?

良业环境形势很不错，目前在手订单也多。良业环境和碧水源一样，都是为政府提供服务，良业环境的业务没有碧水源做水或做其他的那么复杂，因为灯光首先不存在征地等那么多的复杂手续，其次灯光项目比较容易施工，也相对简单；第二是竞争对手少，所以毛利高；第三，灯光项目包含创意和艺术的工序在里面，自然毛利率也高；第四，很多设备都是易耗品，差不多5年就更替一次，时间很快。预计良业今年应该会有一个比较好的利润水平，可能会比对赌的要高。

就光环境市场来看，很多地方都需要做旅游，需要利用光的艺术和环境打造城市夜景，为城市旅游等营造气氛，包括生态小镇等等，都是有需求的。这些业务不是大家所理解的公路路灯这种项目。奥运鸟巢的灯光、广州亚运会的灯光、杭州的G20会场的夜景、一带一路雁西湖的夜景、中国尊的项目等等都是良业做的，从这些也能看到他们的实力，所以对于这块政府还是有很大需求的。

对于收费，他们主要有两种类型，一种是EPC，像那个中国尊整个项目做下来要很多钱，还有一种是PPP，政府购买服务，每年给一定的运营费，公司负责把灯光做到什么效果等等。

3.3 中报订单合计 258 亿，和公司之前说上半年的订单量似乎不太一样，请问是不是口径不太一样？此外，有多少订单可以具体落到公司？

公司中报披露的口径是交易所系统里的表格，所以只能按EPC的角度一张表，BOT等PPP的角度一张表来计算，258亿是两张表加总的的数据。但实际上BOT上的是项目的投资额，做工程及设备销售时会转化一部分EPC。而从实际订单来看，公司到中报的时候一共有约190亿订单，其中146亿是PPP的订单，公司单独拿下的EPC订单差不多40亿。这个订单量已经快接近去年全年的量了，也可以看出公司的打单强劲。

公司190亿订单中有差不多40亿是新签的EPC，另外PPP的订单大约70%能转化为EPC，其中EPC中约70%是碧水源自己的。

3.4 半年报财务费用、所得税、研发费用都比收入提升很多，原因是什么？

第一，公司整体实力都加强了，加上公司也发了一些中票等会产生一些手续费等，所以今年公司的财务费用肯定要加大；第二，所得税增加是

因为利润增加了，公司的利润增加了百分之九十几，那些利润都是要交税的，不管是经常性还是非经常性损益，所以这个是很正常的情况。

3.5 从签约到开工大概用多长时间？

从招标到签约，差不多平均一个月左右，从签约到成立SPV大概也是一个月，但是SPV公司成立到开工不好确定，因为需要等到所有手续都齐全之后才能开工，最近稍微有些放缓，不过总的来说从项目签约到开工平均不会超过5、6个月。

3.6 感觉公司经营范围更加综合化了，但估值好像下来了，公司怎么看？

目前主要是公司大了，肯定要涉及更多的业务，同样都是为政府提供服务，过去公司追求高度，现在也追求一些宽度，这也是为了提升综合竞争力。此外，因为目前的环境所迫，有时候公司可能被环境拉着走，需要一些时间去改变。因为现在政府把主要精力放在黑臭河上，这点对碧水源来说不太有利，因为不能充分发挥公司的优势。公司的优势在于膜技术和高水质，而目前的重心，无疑会让公司的工程业务更多一些。公司还是希望做到以创新为主，做一些别人做不了的事情，所以目前处于一个调整期，未来会努力做好业绩来回馈投资者。

3.7 为什么水处理业务增速比市政工程业务增速高出很多？

公司对划分有一些调整，凡是与环保相关的，包括水、固废、生态河道治理等都放在了环保里，有的项目里包括一些和环保关联度较低的道路建设或者纯土建，都会放在市政工程里面。此外，公司从业务角度划了四块，在原来的整体解决方案中加入了一些湿地建设等环保内容，还有就是单独加了光环境这一块。现在的市政因为是纯工程，所以增长也会相对少一些，慢一点，而像水生态环保等整体解决方案，增速就会比较快，我们也会主要发展这一部分。

3.8 MBR膜在大型的污水处理厂上优势比较明显，目前县城包括农村的规模还是比较偏小，公司在这块的项目数量情况如何？

MBR的其中一个优势是可以做到分散式，这个是其最大的优势之一。其实公司起家是做农村里面的污水，做小流域的治理，对农村里面的“点”进行处理，从目前全国在农村所采用的设备来看，公司的量非常大，北京郊区就有将近70%都是用公司的整体解决方案CWT。对于农村的污水处理设备不在于处理水质的费用多高，而主要在于管理成本太高。比如说一个地方只有5吨水，但如果要派一个人去守着，那这个成本就太高了。所以解决农村的水问题就是要自动化。公司MBR设备很容易做到傻瓜式自动化，直接拉过去接上水管，污水进去，好水就出来了。公司这部分市场一直还是不错的，优势也很明显。

3.9 公司在海水淡化方面有什么规划？

公司目前主要有3个海水淡化项目，比如在青岛董家口的一个10万吨的示范项目，就是国内第一家用我国品牌建设的海水淡化厂。但对于海水淡化问题，公司不认为在我国海水淡化会成为主流趋势，只是一个补充，因为做它的成本很高，我们国家能源不足，用能源换水也不是很划算。我国主要缺水的地区是北方，而北方有大半年的时间海水温度都比较低，没法直接进行海水淡化，而且我国大部分的海为内海，污水不能直接排海，还需要处理，现在只有几个地方公司觉得比较适合做海水淡化，其他的很多区域成本太高。而且目前公司用技术将污水处理成新水源的成本比海水淡化的费用低很多，所以公司认为海水淡化不会在中国有大规模的发展。但是公司是国内几家少有的能生产反渗透膜的产商，针对特定要求的水域或者项目，公司的应用也还是多的。

表：公司2015 年至今主要财务指标及盈利预测（WIND 一致预期）

	2019E	2018E	2017E	2016A	2015A
营业收入(百万元)	24,357.66	18,436.76	13,152.63	8,892.29	5,214.26
(+/-) %	32.11	40.18	47.91	70.54	51.17
归属于母公司的净利润(百万元)	4,494.23	3,433.74	2,561.10	1,845.76	1,361.70
(+/-) %	30.88	34.07	38.76	35.55	44.74
每股收益(元)	1.43	1.10	0.82	0.59	1.21
市盈率(倍)	12.77	16.72	22.42	35.35	61.99

资料来源：WIND，国开证券研究部

注：表中2015、2016年估值指标以当年最后一个交易日收盘价进行计算，2017年预测值则以2017年9月21日收盘价进行计算。

4、风险提示

订单完成及实现收入不及预期，项目落地不及预期，公司业绩低于预期，国内外二级市场系统性风险。

分析师简介承诺

崔国涛，机械行业研究员，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，6年行业研究经验，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年加入国开证券研究部，负责机械行业研究工作。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师。

梁晨，2011年毕业于英国圣安德鲁斯大学，硕士，2011年至今就职于国开证券有限责任公司。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大势：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层