



证券研究报告·上市公司简评

水务

拟收购良业环境 70%股权，进一步提升 PPP 项目承接能力

事件

公司拟以 8.49 亿元现金收购北京良业环境 70%股权。

2017 年 6 月 7 日公司发布公告，拟以现金收购宁波梅山保税港区良益诚股权投资合伙企业、杭州益润宏瑞投资合伙企业、北京中技高科财富投资中心、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 5 家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 8.49 亿元。交易完成后，公司共持有良业环境 80%的股权，形成控股。另外，良业环境承诺 2017-2019 年净利润分别不低于 1.65 亿元、2.06 亿元和 2.58 亿元。

简评

并购标的质地优良

良业环境成立于 1996 年，是一家优秀的城市光环境运营商，同时是国家高新技术企业。其主营业务为提供灯光山水秀、夜景观光带、路灯照明网等照明服务，服务对象涵盖历史文化名城、红色旅游胜地、自然生态城市等领域。良业环境之前曾经成功打造过杭州 G20 峰会的夜景观光秀和《延安颂》大型灯光秀等经典项目，在业界具备良好口碑。

协同效应明显，大幅提升公司 PPP 项目承接能力

本次并购协同作用明显：1) 碧水源与良业环境商业模式相同且客户一致，可以快速完成整合；2) 部分生态环境综合治理 PPP 项目中，需要项目承接方提供照明工程服务，此次并购可以进一步提升公司的 PPP 项目承接能力，拓展业务范围；3) 增强公司在特色小镇、旅游景观项目中的拿单能力。总体看来，通过本次并购，公司在 PPP 项目领域的竞争能力得到大幅提升。

收购标的估值合理，现金收购彰显信心

良业环境在本次并购中的基础估值为 10.70 亿元，业绩承诺为 2017-2019 年净利润不低于 1.65 亿元、2.06 亿元和 2.58 亿元，对应 2017 年动态市盈率仅为 6.48 倍，估值水平合理。碧水源此次收购低估值公司能够有效提振公司业绩，如果业绩承诺足额完成，则相当于碧水源在寻找新的利润增长点的同时进行了良好的现金管理。

请参阅最后一页的重要声明

碧水源 (300070)

维持

买入

王祎佳

wangyijia@csc.com.cn

010-85130453

执业证书编号：S1440513090007

研究助理：于洋

yuyangzgs@csc.com.cn

010-86451150

研究助理：朱瀚清

zhuhanqing@csc.com.cn

021-68821600-805

发布日期：2017 年 6 月 8 日

当前股价：18.60 元

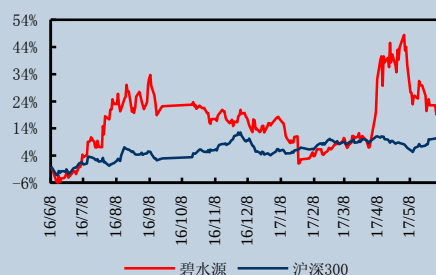
目标价格 6 个月：26.80 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

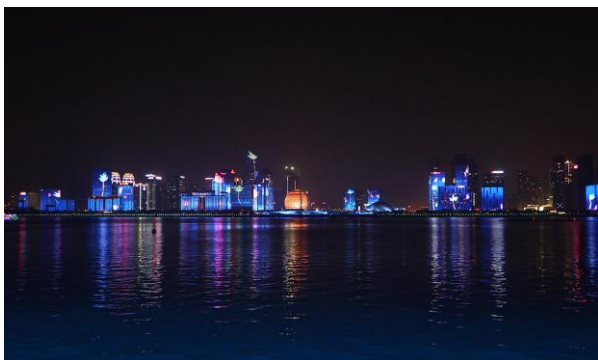
1 个月	3 个月	12 个月
-3.18/-3.15	12.06/16.13	23.32/17.59
12 月最高/最低价 (元)		22.78/13.93
总股本 (万股)		313368.68
流通 A 股 (万股)		197680.63
总市值 (亿元)		582.87
流通市值 (亿元)		367.69
近 3 月日均成交量 (万)		6985.74
主要股东		
文剑平		22.95%

股价表现



相关研究报告

图 1：杭州 G20 峰会夜景观光带



资料来源：良业环境公司官网，中信建投证券研究发展部

图 2：《延安颂》大型灯光秀



资料来源：良业环境公司官网，中信建投证券研究发展部

内生外延兼顾，长期发展可期

内生方面：公司 2017 年 Q1 新增 EPC 订单金额 39.84 亿元，同比增长 1587.98%，新增 BOT 订单 56.56 亿元，同比增长 17.43%，订单规模加速增长，为未来业绩提供坚实保障。外延方面：近期宣布拟现金收购冀环公司和定州京城环保 100% 股权进军危废处置，积极拓展公司盈利点。

雄安新区设立，作为水环境治理龙头率先受益

根据规划，新区未来将被打造成“优美生态环境，构建蓝绿交织、清新明亮、水城共融的生态城市”，高质量的水生态环境将成为新区建设不可或缺的一部分。但目前的实际情况是白洋淀流域水体污染情况严重，根据 2016 年 6 月份河北环保厅公布的数据，白洋淀水质为劣 V 类，属重度污染。白洋淀流域水环境综合治理存在着较大的投资空间，随着顶层方针逐步落地，以及“河长制”对于政策执行力的强化作用逐渐显现，大型流域治理项目将陆续落地，公司作为在水环境综合治理拥有技术优势，兼具综合实力的龙头标的或将率先受益。

MBR+DF 膜构筑技术壁垒，并购布局环保大平台

作为膜技术领域的领军者，近几年公司持续拓展 MBR+DF 膜市场，连续建设多个地下式 MBR 再生水厂，同时切入家用净水领域，拓展 C 端业务丰富业务链条。同时公司积极通过兼并收购进行大环保平台布局。另外公司发布公告拟与用友网络等 10 家公司联合设立北京中关村银行，建立行业与金融的综合化服务平台，为公司 PPP 业务发展提供坚实的融资支持。

盈利预测和投资建议

本次公司通过现金收购良业环境 70% 股权，将进一步提升公司 PPP 项目的承接能力，业务范围得到拓展；公司在 PPP 项目继续高速推进的大趋势下，业绩快速增长趋势不变；另外公司作为兼具技术优势和综合实力的行业龙头，大概率将受益于雄安新区设立，带来增量项目；近期通过收购进军危废领域，拓展利润增长空间。预计公司 2017 至 2018 年实现归母净利润分别为 24.49 亿元和 34.26 亿元，折合 EPS 分别为 0.78 和 1.10 元，维持买入评级。



表 1：财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E	单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	8,892.3	11,605.7	15,720.0	21,305.3	一、流动资产	15,411.8	9,680.7	13,677.5	14,221.6
二、营业总成本	6,943.5	9,113.8	12,280.2	16,580.7	货币资金	9,056.2	2,622.9	3,514.2	1,309.4
营业成本	6,101.1	7,976.5	10,799.7	14,625.6	交易性金融资产	-	-	-	-
营业税金及附加	51.0	185.7	251.5	340.9	应收账款	4,231.5	5,078.1	7,336.1	9,390.2
销售费用	147.0	227.4	317.2	399.9	预付款项	404.0	473.4	695.4	865.7
管理费用	409.1	487.4	707.4	958.7	存货	430.8	954.3	792.1	1,424.0
财务费用	84.3	109.1	141.5	191.7	其他流动资产	682.9	248.9	327.2	419.7
资产减值损失	150.9	127.7	62.9	63.9	二、非流动资产合计	16,394.6	18,580.0	23,154.9	29,235.1
三、其他经营收益	263.8	400.0	610.0	720.0	可供出售金融资产	937.4	639.4	681.2	752.7
公允价值变动净收益	-	-	-	-	投资性房地产	-	-	-	-
投资净收益	263.8	400.0	610.0	720.0	长期股权投资	2,337.7	2,337.7	2,337.7	2,337.7
四、营业利润	2,212.6	2,891.9	4,049.8	5,444.6	固定资产合计	400.9	1,052.1	1,867.3	2,762.0
加：营业外收入	27.4	17.3	18.2	20.9	无形资产	9,975.5	12,022.5	15,678.5	20,789.9
减：营业外支出	5.0	2.9	3.3	3.8	商誉	20.8	12.9	13.9	15.8
五、利润总额	2,235.0	2,906.3	4,064.6	5,461.8	递延所得税资产	88.1	57.3	66.3	70.6
减：所得税	385.3	406.9	569.0	764.6	其他非流动资产	27.9	9.3	12.4	16.5
六、净利润	1,849.7	2,499.4	3,495.6	4,697.1	资产总计	31,806.4	28,260.6	36,832.4	43,456.7
减：少数股东损益	4.0	50.0	69.9	93.9	三、流动负债	13,739.1	8,216.6	13,607.8	16,070.1
归属于母公司所有者的净利润	1,845.8	2,449.4	3,425.7	4,603.2	短期借款	2,478.7	1,216.5	1,302.1	2,956.6
EPS	0.59	0.78	1.10	1.47	应付账款	4,946.2	4,238.8	8,156.1	8,625.6
现金流量表					预收账款	335.0	408.1	611.8	728.4
单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E	应付职工薪酬	10.4	6.1	7.1	7.9
一、经营活动产生的现金流量	6,124.6	-1,963.5	5,468.7	2,652.4	应交税费	992.8	701.8	802.5	832.4
净利润	1,849.7	2,499.4	3,495.6	4,697.1	其他流动负债	3,572.8	1,190.9	1,587.9	2,117.2
折旧和摊销	89.9	178.7	290.3	427.4	四、非流动负债	1,733.2	1,385.7	1,193.2	829.3
财务费用	84.3	109.1	141.5	191.7	长期借款	1,467.0	1,343.3	1,150.3	778.7
投资损失	-263.8	-400.0	-610.0	-720.0	长期应付款	-	-	-	-
经营性营运资本的减少	4,393.8	-4,384.8	2,164.4	-1,941.1	递延所得税负债	25.4	28.7	24.7	26.3
二、投资活动的现金流量	-6,557.7	-1,994.9	-4,246.3	-5,783.3	负债总额	15,472.4	9,602.3	14,801.0	16,899.4
折旧摊销的减少	-89.9	-178.7	-290.3	-427.4	五、股东权益合计	16,334.1	18,658.4	22,031.5	26,557.3
投资净收益	263.8	400.0	610.0	720.0	归属母公司股东权益合计	15,521.1	17,795.4	21,098.6	25,530.5
长期股权投资的减少	-446.3	-	-	-	少数股东权益	813.0	863.0	932.9	1,026.8
长期应收款的减少	-86.8	138.6	-63.5	-3.9	六、负债和股东权益合计	31,806.4	28,260.6	36,832.4	43,456.7
固定资产的减少	-1.1	-651.2	-815.2	-894.7	基本指标				
在建工程的减少	-63.8	18.8	15.0	12.0		2016	2017E	2018E	2019E
无形资产的减少	-5,621.1	-2,047.0	-3,656.0	-5,111.4	EPS	0.59	0.78	1.10	1.47
长期待摊费用的减少	-1.3	0.0	-0.3	-0.4	PE	12.9	24.6	17.6	13.1
其他非流动资产的减少	-27.9	18.6	-3.1	-4.1	PB	1.5	3.4	2.9	2.4
三、筹资活动产生的现金流量	3,916.0	-2,474.9	-331.2	-364.8	EV/EBITDA	8.8	19.9	13.9	10.9
四、现金净增加额	3,482.9	-6,433.3	891.3	-3,495.7	ROE	11.3%	13.4%	15.9%	17.7%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

王祎佳：环保行业首席分析师，毕业于英国剑桥大学，计算生物学硕士。2012 年加入中信建投证券研究所，曾任煤炭行业分析师，2015 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队。2015 年 12 月起任环保行业分析师，2016 年新财富环保行业最佳分析师入围。善于抓住环保行业细分领域的投资机会，打造差异化研究。

研究助理 于洋：毕业于香港大学，工学硕士。具有 4 年环保行业从业经验，2016 年开始从事卖方证券研究工作，2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理 朱瀚清：2015 年毕业于伦敦政治经济学院，金融与经济学硕士。2016 年加入中信建投证券研究发展部，2016 年新财富环保行业最佳分析师入围团队。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师惠 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622