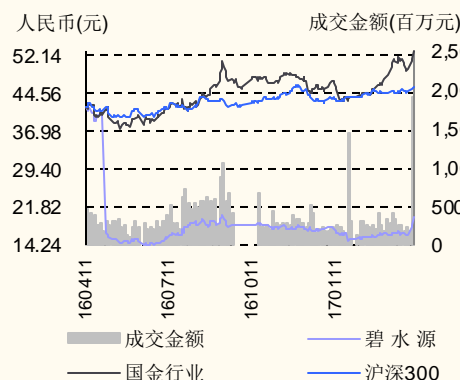


市场价格 (人民币): 20.02 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,008.73
总市值(百万元)	62,530.51
年内股价最高最低(元)	42.02/14.24
沪深 300 指数	3517.46



### 相关报告

1. 《PPP 落地加速增厚业绩，技术和经验有望助力雄安水城共融-碧...》，2017.4.6
2. 《偶发因素拖累业绩增速，龙头应享受估值溢价-碧水源公司点评》，2017.1.25
3. 《投建银行获批，融资渠道拓宽-碧水源公司点评》，2016.12.22
4. 《收购固废优质标的，助力 PPP 项目扩张-公司点评：碧水源事件点...》，2016.9.20
5. 《膜技术领先，充裕订单支撑业绩确定性增长-碧水源公司深度研究》，2016.8.20

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人  
(8621)60230249  
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

## 再获生态治理订单实力尽显，未来高增长可期

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.874	1.108	0.589	0.778	1.009
每股净资产(元)	5.64	11.04	12.35	14.22	16.69
每股经营性现金流(元)	0.73	1.11	1.45	2.14	2.61
市盈率(倍)	39.84	46.74	33.98	25.73	19.83
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	12.01%	44.74%	35.13%	32.10%	29.72%
净资产收益率(%)	15.48%	10.03%	12.12%	13.90%	15.37%
总股本(百万股)	1,076.94	1,229.46	3,123.40	3,123.40	3,123.40

来源: 公司公告、国金证券研究所

### 事件

- 4月6日，在郑洛新国家自主创新示范区开放合作北京推介会上，公司与南阳市人民政府签订总投资额达95亿元的合作框架协议。

### 分析

- **深度参与河南省生态治理，膜技术优势明显，彰显竞争实力。**根据协议，未来公司将在中关村南阳科技产业园分期建设碧水源膜技术产品研发制造基地；重点参与中关村南阳科技产业园污水处理以及南阳市生态环境治理。而此前，公司就已深度参与河南省“碧水工程”和城市生态环境建设中，投建的项目包括2座10万吨级以上的水处理工程——商丘市第八污水处理厂和新乡市东部污水处理厂，及邓州市第二污水处理厂、南阳高新区污水处理厂、汝州市汝河湿地公园、森林大道建设工程、宝丰县城区湿地综合治理工程和宝丰县污水处理厂等，其中汝州湿地公园建成后有望成为中原地区最大的国家级湿地公园。此次协议签订，充分肯定其膜技术的壁垒，彰显公司在生态治理领域的竞争实力，未来有望参与河南省更多城市生态环境建设中。
- **优先布局河北，雄安新区高标准设立，MBR 龙头或将受益。**早在2015年11月，公司就与保定市政府签署战略合作协议，公司将投资80亿元用于保定市环境治理工作。而且，公司先后承接了巢湖、潮白河、滇池、太湖等多项流域治理项目，积累了再生水厂、水资源利用、水污染防治与生态修复等项目建设的丰富经验。**白洋淀水质属重度污染，在新区规划下水污染治理以及水资源高效利用需求提升。**公司作为 MBR 膜技术龙头，未来有望深度参与雄安新区生态环境建设，助力恢复白洋淀水生态系统和饮用水源地。
- **受益 PPP 热潮，拿单实力强劲。**截至目前，公司2017年新签订单约165亿元，其中包括此次框架协议、鄂尔多斯康巴什新区供水项目(20亿)、广西玉林战略合作协议(30亿)。考虑到新签订单叠加16年留存的180亿在手待完成订单，以及高壁垒的膜技术，以1-2年的建设周期来看，未来业绩30%复合增长可期。

### 投资建议

- 预计2016-18年EPS为0.59、0.78、1.01元/股，PE为34X、26X、20X，考虑到公司的技术和项目经验丰富，拿单能力强，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 宏观经济下行；PPP业务风险；应收账款风险；项目推进不及预期。

**图表 1：截止目前，公司 2017 年中标项目金额约为 165 亿元**

序号	时间	项目	金额（亿）
1	2017/4/6	南阳合作框架协议	95
2	2017/3/27	山西长治惠民工程	2.5
3	2017/3/27	新疆哈巴河供水 PPP 项目	1.74
4	2017/3/24	鄂尔多斯康巴什新区供水项目	20.13
5	2017/1/17	长春镜水河黑臭治理	--
6	2017/3/9	阜康市西部城区污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	2.19
7	2017/3/3	广西玉林战略合作协议	30
8	2017/2/15	广东阳春市生活污水处理设施全市打包 PPP 模式建设项目	3.98
9	2017/2/9	广东恩平市打包 PPP 项目	--
10	2017/2/3	武汉市北湖污水厂设备采购及安装 PC 总包项目。	9.3
11	2017/1/10	武当山污水处理厂提标改造项目	--
<b>合计</b>			<b>164.84</b>

来源：公司公告；北极星节能环保网；国金证券研究所 注：包含联合体中标项目

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,133</b>	<b>3,449</b>	<b>5,214</b>	<b>7,730</b>	<b>10,246</b>	<b>12,793</b>
增长率		10.1%	51.2%	48.3%	32.5%	24.9%
主营业务成本	-1,968	-2,099	-3,066	-4,557	-6,081	-7,557
%销售收入	62.8%	60.9%	58.8%	58.9%	59.4%	59.1%
毛利	1,166	1,350	2,149	3,174	4,165	5,236
%销售收入	37.2%	39.1%	41.2%	41.1%	40.6%	40.9%
营业税金及附加	-82	-58	-82	-116	-154	-192
%销售收入	2.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-37	-61	-127	-209	-277	-345
%销售收入	1.2%	1.8%	2.4%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-152	-201	-287	-464	-615	-768
%销售收入	4.9%	5.8%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	895	1,029	1,652	2,385	3,120	3,932
%销售收入	28.6%	29.8%	31.7%	30.9%	30.4%	30.7%
财务费用	-51	-101	-47	-22	-57	-43
%销售收入	1.6%	2.9%	0.9%	0.3%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-51	-84	-135	-181	-167	-143
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	255	318	217	80	60	60
%税前利润	23.9%	27.1%	12.8%	3.5%	2.0%	1.6%
营业利润	1,048	1,162	1,687	2,263	2,955	3,805
营业利润率	33.4%	33.7%	32.4%	29.3%	28.8%	29.7%
营业外收支	20	13	8	8	10	10
税前利润	1,068	1,175	1,695	2,271	2,965	3,815
利润率	34.1%	34.1%	32.5%	29.4%	28.9%	29.8%
所得税	-128	-161	-238	-341	-445	-572
所得税率	12.0%	13.7%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	940	1,014	1,457	1,930	2,521	3,243
少数股东损益	100	73	96	90	90	90
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>840</b>	<b>941</b>	<b>1,362</b>	<b>1,840</b>	<b>2,431</b>	<b>3,153</b>
净利率	26.8%	27.3%	26.1%	23.8%	23.7%	24.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	940	1,014	1,457	1,930	2,521	3,243
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	83	133	198	380	522	588
非经营收益	-189	-219	-170	2	63	79
营运资金变动	-160	-147	-126	-524	-471	-704
<b>经营活动现金净流</b>	<b>674</b>	<b>781</b>	<b>1,359</b>	<b>1,788</b>	<b>2,635</b>	<b>3,206</b>
资本开支	-196	-1,019	-3,258	-4,203	-1,990	-1,490
投资	-374	-114	-342	0	0	0
其他	-1,004	376	-155	80	60	60
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,574</b>	<b>-758</b>	<b>-3,756</b>	<b>-4,123</b>	<b>-1,930</b>	<b>-1,430</b>
股权募资	168	92	6,343	0	0	0
债权募资	1,103	257	-781	587	700	261
其他	-101	-168	-241	-225	-261	-277
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,170</b>	<b>181</b>	<b>5,321</b>	<b>362</b>	<b>439</b>	<b>-16</b>
<b>现金净流量</b>	<b>270</b>	<b>205</b>	<b>2,924</b>	<b>-1,974</b>	<b>1,144</b>	<b>1,760</b>

来源：公司公告、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,172	2,394	5,300	3,326	4,470	6,230
应收款项	1,375	1,756	2,839	3,522	4,841	6,338
存货	193	275	346	562	833	1,139
其他流动资产	89	203	276	425	552	680
流动资产	3,829	4,629	8,761	7,835	10,696	14,387
%总资产	47.1%	43.9%	47.6%	36.4%	41.1%	46.8%
长期投资	3,605	4,129	4,780	4,780	4,780	4,780
固定资产	355	385	430	3,290	5,000	6,120
%总资产	4.4%	3.7%	2.3%	15.3%	19.2%	19.9%
无形资产	328	1,363	4,365	5,517	5,451	5,387
非流动资产	4,304	5,907	9,628	13,662	15,311	16,372
%总资产	52.9%	56.1%	52.4%	63.6%	58.9%	53.2%
<b>资产总计</b>	<b>8,133</b>	<b>10,536</b>	<b>18,389</b>	<b>21,496</b>	<b>26,007</b>	<b>30,758</b>
短期借款	750	960	211	0	0	260
应付款项	1,035	1,659	2,341	2,749	3,832	4,868
其他流动负债	824	405	718	1,137	1,467	1,802
流动负债	2,609	3,023	3,270	3,886	5,299	6,929
长期贷款	353	50	18	18	18	19
其他长期负债	48	1,012	992	1,790	2,490	2,490
<b>负债</b>	<b>3,010</b>	<b>4,085</b>	<b>4,279</b>	<b>5,693</b>	<b>7,806</b>	<b>9,437</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,841</b>	<b>6,078</b>	<b>13,574</b>	<b>15,178</b>	<b>17,485</b>	<b>20,515</b>
少数股东权益	282	372	535	625	715	805
<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,133</b>	<b>10,536</b>	<b>18,389</b>	<b>21,496</b>	<b>26,007</b>	<b>30,758</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.942	0.874	1.108	0.589	0.778	1.009
每股净资产	5.431	5.644	11.041	12.345	14.222	16.687
每股经营现金净流	0.756	0.726	1.106	1.454	2.143	2.607
每股股利	0.000	0.300	0.100	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.35%	15.48%	10.03%	12.12%	13.90%	15.37%
总资产收益率	10.33%	8.93%	7.41%	8.56%	9.35%	10.25%
投入资本收益率	12.64%	10.55%	9.30%	11.55%	12.84%	13.90%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	76.87%	10.08%	51.17%	48.26%	32.54%	24.86%
EBIT增长率	58.48%	15.01%	60.54%	44.34%	30.80%	26.03%
净利润增长率	49.33%	12.01%	44.74%	35.13%	32.10%	29.72%
总资产增长率	54.60%	29.55%	74.54%	16.90%	20.98%	18.27%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	112.3	153.7	146.7	155.0	165.0	175.0
存货周转天数	29.8	40.7	37.0	45.0	50.0	55.0
应付账款周转天数	124.0	212.3	209.6	180.0	190.0	195.0
固定资产周转天数	32.5	32.3	28.0	106.7	105.8	96.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-20.87%	-7.27%	-29.44%	-10.07%	-11.19%	-16.58%
EBIT利息保障倍数	17.5	10.2	34.8	109.0	54.5	91.4
资产负债率	37.01%	38.78%	23.27%	26.48%	30.02%	30.68%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	9	14	56
增持	0	0	1	2	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.10	1.13	1.13

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

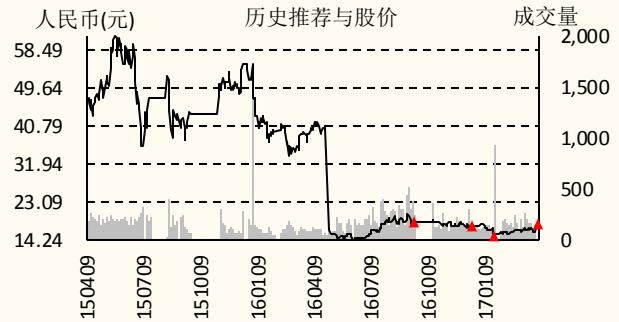
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-20	买入	19.33	26.00~28.00
2	2016-09-20	买入	18.51	24.00~25.00
3	2016-12-22	买入	17.39	22.00~25.00
4	2017-01-25	买入	15.35	19.00~20.00
5	2017-04-06	买入	17.84	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD