

评级: 买入(维持)

市场价格: 17.23

目标价格: 25

分析师: 杨心成

执业证书编号: S0740517010004

Email: yangxc@r.qizq.com.cn

联系人: 曾明

Email: zengming@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,214.3	8,892.3	14,627.8	21,254.2	27,885.5
增长率 yoy%	51.2%	70.5%	64.5%	45.3%	31.2%
净利润	1361.7	1845.8	2749.8	3715.7	5023.6
增长率 yoy%	44.7%	35.5%	49.0%	35.1%	35.2%
每股收益(元)	0.43	0.6	0.88	1.19	1.61
每股现金流量	-1.01	1.28	-0.71	1.15	0.87
净资产收益率	10.03%	11.89%	15.18%	17.28%	18.57%
P/E	39.7	29.3	19.6	14.5	10.7
PEG	1.03	0.71	0.47	0.38	0.26
P/B	3.98	3.48	2.97	2.51	1.99

备注:

投资要点

- **事件: 公司发布半年报, 2017年上半年公司实现营业收入 29.0 亿, 同比增长 23.3%, 归属于上市公司股东的净利润为 5.3 亿, 同比增长 97.7%, 位于业绩预告的上限。**

我们的评论

- **投资收益大幅增加, 扣非后净利润增速与营业收入增速匹配。**公司 2017H1 实现营业收入 29.0 亿, 同比增长 23.3%, 归属于上市公司股东的净利润为 5.3 亿, 同比增长 97.7%, 公司报告期内的非经常性损益约为 2.13 亿, 扣非后净利润实际增速约为 20.3%, 扣非后净利润增速与营业收入增速匹配。业绩增长主要来自: 1) PPP 项目的落地与实施, 公司项目订单与销售收入保持较快的增长; 2) 投资盈德气体及收购良业环境 70% 股权取得 2.74 亿投资收益。

- **见微知著, 业务结构升级优化。**分业务来看, 公司因收购良业环境新增光环境解决方案业务, 带来 1.4 亿元收入, 占总收入比重 3.5%, 公司原有业务污水处理整体解决方案、市政工程建设及净水器业务营业收入分别为 15.5、11.1、1.0 亿, 分别占营业收入 53.6%、38.2%、4.7%, 同比增加 2.6pct、-6.8pct、0.7pct, 污水处理整体解决方案在总营收占比进一步提升。

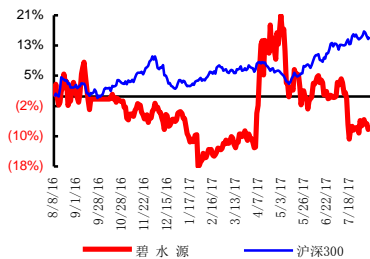
- **毛利率水平回升, 三费费用率增加。**公司 2017H1 毛利率为 27.2%, 同比增加 1.7pct, 毛利率提升或与毛利率水平较高的污水处理业务营收占比提升有关。公司 2017H1 三费费用率为 13.1%, 同比增加 3.3pct, 三费费用率提升主要因公司财务费用支出增加。

- **回款能力良好, 现金流状况较好。**公司 2017H1 应收账款为 39.7 亿, 占总营收比例为 136.9%, 同比减少 43.1pct, 回款能力有所提升。2017H1 经营性现金流量净额同比增加 26.5pct, 现金流状况有所好转, 主要因公司加大回款力度, 部分工程及设备款得以回收。

- **订单持续高增, 奠定业绩增长基础。**2017H1 新增订单总额达 382.3 亿, 其中 EPC、BOT、TOT 类型订单总额分别占总订单额 29.3%、32.2%、38.4%。对比公司 2016H1 及 2017H1 的新增订单情况, 2017H1 新增订单总额约为 2016H1 订单总额的 4 倍, 公司目前在手订单饱满, 为业绩增长奠定坚实基础。从订单建设内容来看, 订单多为大型综合流域治理项目, 水治理龙头地位凸显。

基本状况

总股本(百万股)	3,134
流通股本(百万股)	1,921
市价(元)	18.5
市值(百万元)	57,973
流通市值(百万元)	35,539

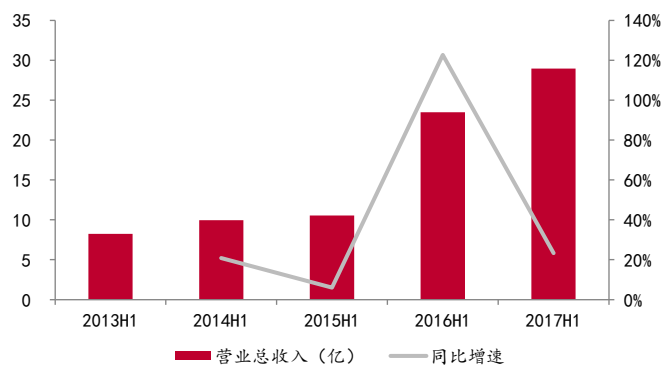
股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 水治理 PPP 项目龙头, 业绩持续高增
- 2 拓展生态照明, 为整体方案解决能力加把劲
- 3 订单持续增加, 一季度业绩靓丽

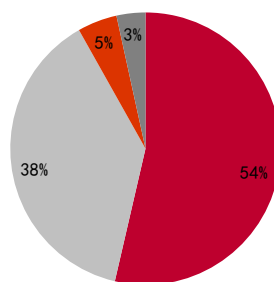
- **投资建议：**我们预计公司 2017、2018 年实现归母净利润 27.5 亿、37.2 亿，对应估值分别为 20X、15X。公司为水处理龙头，在手订单充足，近期外延并购不断，综合治理能力提升，业绩有望持续高增，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设不达预期

图表 1：碧水源 2017H1 收入及增速

图表 2：碧水源 2017H1 各分业务收入占比

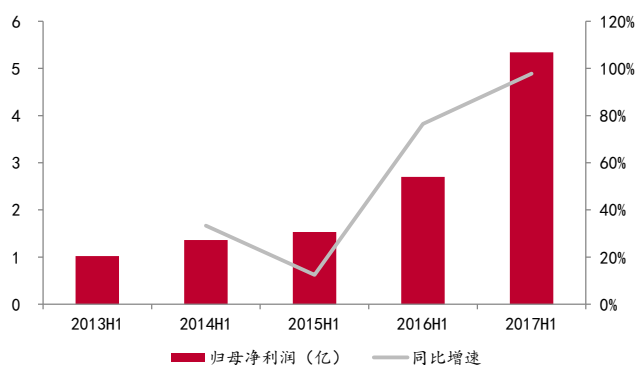


来源: wind, 中泰证券研究所



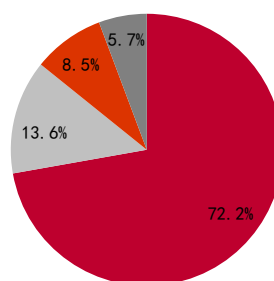
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 碧水源 2017H1 归母净利润及增速



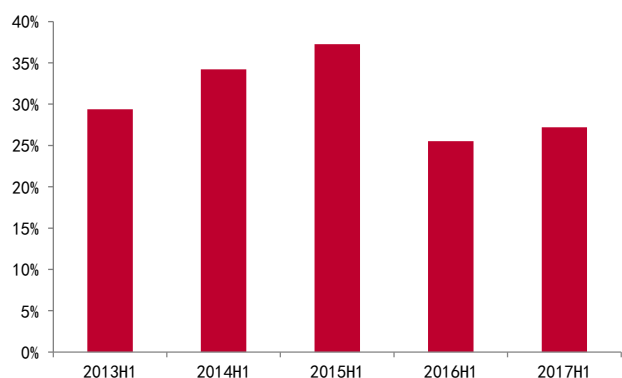
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 碧水源 2017H1 各分业务毛利占比



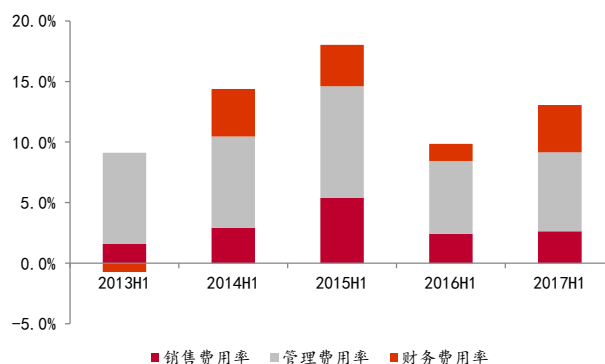
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 碧水源 2017H1 毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 碧水源 2017H1 三费费用率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2017H1 公司新增订单

业务类型	已签订合同		尚未签订合同		小计	
	数量	投资总额 (亿)	数量	投资总额 (亿)	数量	投资总额 (亿)
EPC	43	62.2	18	49.8	61	112
BOT	13	56.5	12	66.9	25	123.4
TOT	15	77.8	13	69.1	28	146.9
合计	71	196.5	43	185.8	114	382.3

来源：公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 2016H1 公司新增订单

业务类型	已签订合同		尚未签订合同		小计	
	数量	投资总额 (亿)	数量	投资总额 (亿)	数量	投资总额 (亿)
EPC	30	24.9	3	0.4	33	25.3
BT	2	1.2	0	0	2	1.2
BOT	11	39.7	5	26.6	16	66.3
合计	43	65.8	8	27	51	92.8

来源：公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 盈利预测三张表

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,214.3	8,892.3	14,627.8	21,254.2	27,885.5	成长性					
减: 营业成本	3,065.7	6,101.1	10,020.0	14,665.4	19,241.0	营业收入增长率	51.2%	70.5%	64.5%	45.3%	31.2%
营业税费	81.5	51.0	186.4	241.7	277.5	营业利润增长率	45.2%	31.1%	53.2%	34.5%	34.6%
销售费用	127.3	147.0	286.6	428.9	523.4	净利润增长率	44.7%	35.5%	49.0%	35.1%	35.2%
管理费用	287.3	409.1	777.7	1,093.0	1,399.8	EBITDA增长率	37.0%	32.8%	51.9%	33.0%	34.0%
财务费用	47.5	84.3	117.0	127.5	167.3	EBIT增长率	37.4%	32.4%	52.7%	33.7%	34.5%
资产减值损失	135.0	150.9	123.4	136.5	136.9	NOPLAT增长率	36.9%	27.4%	56.9%	33.0%	33.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	115.3%	22.3%	67.5%	-18.2%	24.3%
投资和汇兑收益	217.5	263.8	274.0	-	-	净资产增长率	118.7%	15.8%	16.8%	18.6%	25.2%
营业利润	1,687.3	2,212.6	3,390.6	4,561.2	6,139.6	利润率					
加: 营业外净收支	7.7	22.4	14.4	14.8	17.2	毛利率	41.2%	31.4%	31.5%	31.0%	31.0%
利润总额	1,695.1	2,235.0	3,404.9	4,576.0	6,156.7	营业利润率	32.4%	24.9%	23.2%	21.5%	22.0%
减: 所得税	237.6	385.3	510.5	705.4	977.8	净利润率	26.1%	20.8%	18.8%	17.5%	18.0%
净利润	1,361.7	1,845.8	2,749.8	3,715.7	5,023.6	EBITDA/营业收入	34.5%	26.8%	24.8%	22.7%	23.2%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	33.3%	25.8%	24.0%	22.1%	22.6%
货币资金	5,299.6	9,056.2	7,313.9	10,627.1	13,942.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	24	16	10	8	7
应收账款	2,820.3	4,801.4	8,024.6	10,454.6	13,744.3	流动营业资本周转天数	20	-73	-32	0	-1
应收票据	18.9	29.7	72.3	64.3	111.0	流动资产周转天数	462	489	410	351	355
预付账款	219.2	404.0	816.2	925.3	1,272.5	应收账款周转天数	157	154	158	156	156
存货	345.9	430.8	1,415.8	1,097.6	1,999.9	存货周转天数	21	16	23	21	20
其他流动资产	56.6	689.7	254.5	333.6	425.9	总资产周转天数	998	1,016	810	627	570
可供出售金融资产	466.8	937.4	639.4	681.2	752.7	投资资本周转天数	354	315	282	221	170
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,891.4	2,337.7	2,367.7	2,397.7	2,427.7	ROE	10.0%	11.9%	15.2%	17.3%	18.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	5.8%	8.5%	9.7%	10.7%
固定资产	399.8	400.9	436.6	502.1	584.7	ROIC	45.8%	27.1%	34.8%	27.6%	45.2%
在建工程	30.0	93.8	315.1	492.0	633.6	费用率					
无形资产	4,354.4	9,975.5	9,963.1	9,950.4	9,937.3	销售费用率	2.4%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%
其他非流动资产	2,485.8	2,649.3	2,432.1	2,476.1	2,458.4	管理费用率	5.5%	4.6%	5.3%	5.1%	5.0%
资产总额	18,388.8	31,806.4	34,051.2	40,001.9	48,290.8	财务费用率	0.9%	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%
短期债务	211.2	2,478.7	3,202.3	2,037.9	2,362.0	三费/营业收入	8.9%	7.2%	8.1%	7.8%	7.5%
应付账款	2,134.4	5,372.4	6,711.5	11,050.8	12,343.2	偿债能力					
应付票据	6.9	30.7	14.6	54.7	44.0	资产负债率	23.3%	48.6%	44.0%	43.5%	41.4%
其他流动负债	917.3	5,857.4	2,736.8	3,570.6	4,426.7	负债权益比	30.3%	94.7%	78.5%	76.9%	70.5%
长期借款	17.7	1,467.0	1,553.7	-	227.7	流动比率	2.68	1.12	1.41	1.41	1.64
其他非流动负债	991.6	266.3	756.7	671.5	564.8	速动比率	2.57	1.09	1.30	1.34	1.54
负债总额	4,279.0	15,472.4	14,975.6	17,385.5	19,968.5	利息保障倍数	36.52	27.23	29.97	36.77	37.69
少数股东权益	535.4	813.0	957.7	1,112.5	1,267.9	分红指标					
股本	1,229.5	3,126.9	3,126.9	3,126.9	3,126.9	DPS(元)	0.04	0.06	0.09	0.12	-
留存收益	12,231.3	12,489.0	14,991.0	18,377.0	23,927.5	分红比率	9.0%	9.5%	10.0%	10.0%	0.0%
股东权益	14,109.7	16,334.1	19,075.6	22,616.4	28,322.3	股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,457.4	1,849.7	2,749.8	3,715.7	5,023.6	EPS(元)	0.43	0.59	0.88	1.19	1.61
加: 折旧和摊销	62.9	89.9	115.5	130.2	148.8	BVPS(元)	4.33	4.95	5.79	6.88	8.65
资产减值准备	135.0	150.9	-	-	-	PE(X)	39.7	29.3	19.6	14.5	10.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0
财务费用	90.5	93.3	117.0	127.5	167.3	P/FCF	-17.0	13.5	-24.3	14.9	19.8
投资收益	-217.5	-263.8	-274.0	-	-	P/S	10.4	6.1	3.7	2.5	1.9
少数股东损益	95.7	4.0	144.7	154.8	155.4	EV/EBITDA	31.8	20.1	13.8	9.2	6.4
营运资金的变动	-138.9	2,158.8	-5,349.4	2,762.2	-2,658.9	CAGR(%)	38.5%	40.9%	41.9%	38.5%	40.9%
经营活动产生现金流	1,359.2	751.8	-2,496.5	6,890.5	2,836.2	PEG	1.0	0.7	0.5	0.4	0.3
投资活动产生现金流	-3,756.0	-4,838.0	212.1	-401.8	-431.5	ROIC/WACC	4.6	2.7	3.5	2.8	4.5
融资活动产生现金流	5,320.8	6,335.0	542.1	-3,175.5	910.9	REP	1.8	2.0	1.0	1.4	0.6

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。