

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 16.69

分析师: 焦俊

执业证书编号: S0740517050001

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

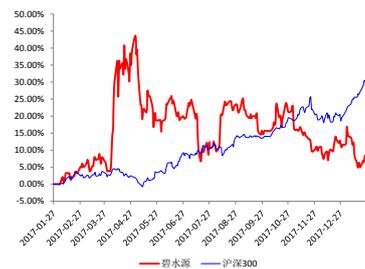
联系人: 曾明

Email: zengming@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 3,134    |
| 流通股本(百万股) | 1,921    |
| 市价(元)     | 16.69    |
| 市值(百万元)   | 52,409.4 |
| 流通市值(百万元) | 33,989.1 |

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 业绩符合预期, 订单持续高增
- 2 订单持续增长, 投资收益增厚业绩
- 3 中标五十亿大单, 龙头地位稳固

### 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 | 13,560.7 | 19,025.7 | 24,961.7 |
| 增长率 yoy%  | 51.2%   | 70.5%   | 52.5%    | 40.3%    | 31.2%    |
| 净利润       | 1361.7  | 1845.8  | 2542.7   | 3478.2   | 4649.8   |
| 增长率 yoy%  | 44.7%   | 35.5%   | 37.8%    | 36.8%    | 33.7%    |
| 每股收益(元)   | 0.43    | 0.6     | 0.81     | 1.11     | 1.48     |
| 每股现金流量    | -1.01   | 1.28    | -0.78    | 0.96     | 0.77     |
| 净资产收益率    | 10.03%  | 11.89%  | 14.43%   | 16.73%   | 17.93%   |
| P/E       | 38.4    | 28.3    | 20.6     | 15.0     | 11.2     |
| PEG       | 1.08    | 0.76    | 0.54     | 0.42     | 0.30     |
| P/B       | 3.85    | 3.37    | 2.97     | 2.52     | 2.02     |

备注:

### 投资要点

- **事件: 公司发布 2017 年业绩预告, 公司预计 2017 年度实现归母净利润 23.1 - 26.8 亿元, 同比增长 25-45%。**

#### 我们的评论

- **投资收益丰厚, 业绩维持增长趋势。**公司预计 2017 年度实现归母净利润 23.1 - 26.8 亿元, 同比增长 25-45%, 业绩基本符合预期, 其中非经常性损益约为 2.2-2.6 亿 (主要为盈德气体及良业环境的投资收益), 若取其中位数计算, 则公司扣非后净利润约为 20.7-24.4 亿, 同比增长 12.1%-32.2%, 扣非后净利润增长与公司执行订单的增加有关。
- **外延动作频频, 加速全产业链布局。**公司 2017 年外延动作频频, 先于去年 6 月收购冀环公司、定州京城环保 100% 股权及良业环境 70% 股权后, 又于去年 12 月取得中兴仪器 40% 股权、德青源 23% 股权。目前公司的环保产业链已经延伸至环境监测、危废治理以及生态照明领域, 公司的综合治理能力不断提升, 在项目订单难度加大及对公司运营能力要求提升的背景之下, 公司的综合优势不断凸显。
- **在手订单超 400 亿, 奠定业绩增长基础。**公司订单获取能力突出, 据公告显示, 截至 2017 年 3 季度末, 公司新增订单总额约 416.1 亿 (2016 年同期新增订单总额约 205 亿), 其中已经签订合同 248.9 亿, 尚未签订合同 167.2 亿, 公司在手订单充足, 为业绩的增长奠定了坚实基础。
- **投资建议: 公司为水治理龙头, 环保产业链不断完善, 且公司运营能力强, 在手订单充足, 业绩有望持续增长, 我们预计公司 2018、2019 年实现归母净利润 34.8 亿、46.5 亿, 对应估值分别为 15X、11X, 维持“买入”评级。**
- **风险提示: 项目建设进度不达预期、行业竞争加剧风险**

图表 1:碧水源前三季度订单情况

| 业务类型 | 新增订单 |        | 已签订合同 |        | 尚未签订合同 |        |
|------|------|--------|-------|--------|--------|--------|
|      | 数量   | 金额 (亿) | 数量    | 金额 (亿) | 数量     | 金额 (亿) |
| EPC  | 118  | 192.4  | 77    | 107.5  | 41     | 84.9   |
| BOT  | 45   | 200.2  | 26    | 118    | 19     | 82.2   |
| TOT  | 3    | 23.4   | 3     | 23.4   |        |        |
| 合计   | 166  | 416    | 106   | 248.9  | 60     | 167.1  |

来源:中泰证券研究所

图表 2: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  | 13,560.7 | 19,025.7 | 24,961.7 | 成长性         |        |       |       |        |       |
| 减:营业成本     | 3,065.7  | 6,101.1  | 9,289.1  | 13,127.7 | 17,223.6 | 营业收入增长率     | 51.2%  | 70.5% | 52.5% | 40.3%  | 31.2% |
| 营业税费       | 81.5     | 51.0     | 172.8    | 216.3    | 248.4    | 营业利润增长率     | 45.2%  | 31.1% | 41.7% | 36.2%  | 33.1% |
| 销售费用       | 127.3    | 147.0    | 265.7    | 383.9    | 468.5    | 净利润增长率      | 44.7%  | 35.5% | 37.8% | 36.8%  | 33.7% |
| 管理费用       | 287.3    | 409.1    | 721.0    | 978.4    | 1,253.1  | EBITDA增长率   | 37.0%  | 32.8% | 40.8% | 34.4%  | 32.5% |
| 财务费用       | 47.5     | 84.3     | 108.5    | 114.2    | 149.8    | EBIT增长率     | 37.4%  | 32.4% | 41.2% | 35.2%  | 33.0% |
| 资产减值损失     | 135.0    | 150.9    | 123.4    | 136.5    | 136.9    | NOPLAT增长率   | 36.9%  | 27.4% | 45.0% | 34.5%  | 32.3% |
| 加:公允价值变动收益 | -        | -        | -        | -        | -        | 投资资本增长率     | 115.3% | 22.3% | 64.9% | -18.1% | 23.6% |
| 投资和汇兑收益    | 217.5    | 263.8    | 254.0    | 200.0    | 200.0    | 净资产增长率      | 118.7% | 15.8% | 13.7% | 17.9%  | 24.2% |
| 营业利润       | 1,687.3  | 2,212.6  | 3,134.2  | 4,268.7  | 5,681.5  | 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  | 3,148.6  | 4,283.5  | 5,698.7  | 营业利润率       | 32.4%  | 24.9% | 23.1% | 22.4%  | 22.8% |
| 减:所得税      | 237.6    | 385.3    | 472.0    | 660.3    | 905.0    | 净利润率        | 26.1%  | 20.8% | 18.8% | 18.3%  | 18.6% |
| 净利润        | 1,361.7  | 1,845.8  | 2,542.7  | 3,478.2  | 4,649.8  | EBITDA/营业收入 | 34.5%  | 26.8% | 24.8% | 23.7%  | 24.0% |
| 资产负债表      | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    | EBIT/营业收入   | 33.3%  | 25.8% | 23.9% | 23.0%  | 23.4% |
| 货币资金       | 5,299.6  | 9,056.2  | 6,780.4  | 9,512.9  | 12,480.9 | 运营效率        |        |       |       |        |       |
| 交易性金融资产    | -        | -        | -        | -        | -        | 固定资产周转天数    | 24     | 16    | 11    | 9      | 8     |
| 应收账款       | 2,820.3  | 4,801.4  | 7,089.0  | 9,452.7  | 12,209.0 | 流动营业资本周转天数  | 20     | -73   | -37   | -3     | -4    |
| 应收票据       | 18.9     | 29.7     | 64.8     | 57.4     | 99.5     | 流动资产周转天数    | 462    | 489   | 420   | 353    | 356   |
| 预付账款       | 219.2    | 404.0    | 727.2    | 831.7    | 1,135.7  | 应收账款周转天数    | 157    | 154   | 158   | 156    | 156   |
| 存货         | 345.9    | 430.8    | 1,281.1  | 968.8    | 1,804.0  | 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 | 852   | 662    | 596   |
| 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   | 301   | 243    | 187   |
| 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% | 14.4% | 16.7%  | 17.9% |
| 投资性房地产     | -        | -        | -        | -        | -        | ROA         | 7.9%   | 5.8%  | 8.3%  | 9.6%   | 10.7% |
| 固定资产       | 399.8    | 400.9    | 436.6    | 502.1    | 584.7    | ROIC        | 45.8%  | 27.1% | 32.2% | 26.2%  | 42.4% |
| 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 | 32,350.8 | 37,656.5 | 44,949.3 | 财务费用率       | 0.9%   | 0.9%  | 0.8%  | 0.6%   | 0.6%  |
| 短期债务       | 211.2    | 2,478.7  | 3,039.9  | 1,478.4  | 1,768.0  | 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  | 5,830.0  | 10,069.9 | 10,871.2 | 偿债能力        |        |       |       |        |       |
| 应付票据       | 6.9      | 30.7     | 11.3     | 50.8     | 37.6     | 资产负债率       | 23.3%  | 48.6% | 42.6% | 41.9%  | 39.5% |
| 其他流动负债     | 917.3    | 5,857.4  | 2,674.3  | 3,499.5  | 4,323.7  | 权益比         | 30.3%  | 94.7% | 74.2% | 72.1%  | 65.4% |
| 长期借款       | 17.7     | 1,467.0  | 1,469.4  | -        | 210.8    | 流动比率        | 2.68   | 1.12  | 1.40  | 1.40   | 1.66  |
| 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  | 1.29  | 1.34   | 1.55  |
| 负债总额       | 4,279.0  | 15,472.4 | 13,781.6 | 15,770.1 | 17,776.2 | 利息保障倍数      | 36.52  | 27.23 | 29.89 | 38.39  | 38.93 |
| 少数股东权益     | 535.4    | 813.0    | 946.8    | 1,091.7  | 1,235.5  | 分红指标        |        |       |       |        |       |
| 股本         | 1,229.5  | 3,126.9  | 3,133.7  | 3,133.7  | 3,133.7  | DPS(元)      | 0.04   | 0.06  | 0.08  | 0.11   | -     |
| 留存收益       | 12,231.3 | 12,489.0 | 14,488.8 | 17,661.0 | 22,803.8 | 分红比率        | 9.0%   | 9.5%  | 10.0% | 10.0%  | 0.0%  |
| 股东权益       | 14,109.7 | 16,334.1 | 18,569.2 | 21,886.4 | 27,173.0 | 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  | 2,542.7  | 3,478.2  | 4,649.8  | EPS(元)      | 0.43   | 0.59  | 0.81  | 1.11   | 1.48  |
| 加:折旧和摊销    | 62.9     | 89.9     | 115.5    | 130.2    | 148.8    | BVPS(元)     | 4.33   | 4.95  | 5.62  | 6.64   | 8.28  |
| 资产减值准备     | 135.0    | 150.9    | -        | -        | -        | PE(X)       | 38.4   | 28.3  | 20.6  | 15.0   | 11.2  |
| 公允价值变动损失   | -        | -        | -        | -        | -        | PB(X)       | 3.9    | 3.4   | 3.0   | 2.5    | 2.0   |
| 财务费用       | 90.5     | 93.3     | 108.5    | 114.2    | 149.8    | P/FCF       | -16.5  | 13.1  | -21.3 | 17.4   | 21.7  |
| 投资收益       | -217.5   | -263.8   | -254.0   | -200.0   | -200.0   | P/S         | 10.0   | 5.9   | 3.9   | 2.7    | 2.1   |
| 少数股东损益     | 95.7     | 4.0      | 133.8    | 144.9    | 143.8    | EV/EBITDA   | 31.8   | 20.1  | 14.5  | 9.5    | 6.8   |
| 营运资金的变动    | -138.9   | 2,158.8  | -5,130.0 | 2,718.0  | -2,535.9 | CAGR(%)     | 35.5%  | 37.4% | 38.2% | 35.5%  | 37.4% |
| 经营活动产生现金流  | 1,359.2  | 751.8    | -2,483.4 | 6,385.5  | 2,356.3  | PEG         | 1.1    | 0.8   | 0.5   | 0.4    | 0.3   |
| 投资活动产生现金流  | -3,756.0 | -4,838.0 | 192.1    | -201.8   | -231.5   | ROIC/WACC   | 4.6    | 2.7   | 3.2   | 2.6    | 4.3   |
| 融资活动产生现金流  | 5,320.8  | 6,335.0  | 15.6     | -3,451.2 | 843.2    | REP         | 1.8    | 2.1   | 1.1   | 1.4    | 0.7   |

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。