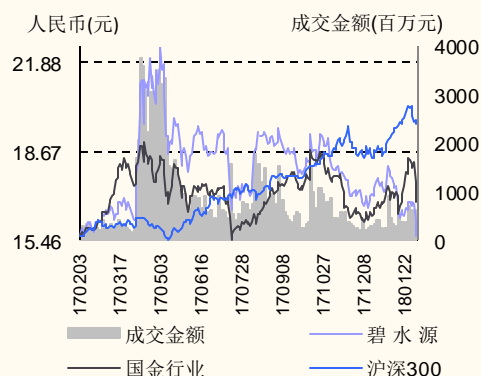


市场价格 (人民币): 15.62 元

## 业绩符合预期, 水治理订单高速增长

## 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 1,921.01    |
| 总市值(百万元)       | 48,948.19   |
| 年内股价最高最低(元)    | 22.48/15.60 |
| 沪深 300 指数      | 4245.90     |



## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.108    | 0.590    | 0.790    | 0.950    | 1.150    |
| 每股净资产(元)    | 11.476   | 5.224    | 5.735    | 6.554    | 7.523    |
| 每股经营性现金流(元) | 1.106    | 0.240    | -0.235   | -0.005   | 0.324    |
| 市盈率(倍)      | 14.103   | 26.461   | 19.777   | 16.449   | 13.581   |
| 行业优化市盈率(倍)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 净利润增长率(%)   | 43.78%   | 26.92%   | 33.80%   | 20.23%   | 21.12%   |
| 净资产收益率(%)   | 13.86%   | 12.69%   | 15.55%   | 17.09%   | 18.15%   |
| 总股本(百万股)    | 1,229.46 | 3,126.86 | 3,133.69 | 3,133.69 | 3,133.69 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 近日, 公司公布 2017 年度业绩预告, 预计实现归母净利润 23.1-26.8 亿元, 同比增长 25%-45%, 其中非经常性损益 2.2-2.6 亿元, 符合预期。

## 点评

- **新订单翻倍增长, 市政污水与黑臭河协同治理。**公司前三季度新增订单超 415 亿, 其中约 50% 是低毛利的土建工程订单, 50% 是污水处理及膜相关业务, 预计 2017 年新订单超 500 亿, 相对 2016 年 230 亿的新增工程项目订单, 公司 2017 年新订单获取数量翻倍。公司污水处理、黑臭河处理作为规范的 PPP 项目, 受财政部 92 号文、国资委 192 号文影响不大, 市政污水与黑臭河协同治理增强拿单能力, 同时有力推动公司膜设备销售收入增长。
- **大举扩张 PPP 项目, 整体应收账款控制良好。**公司前三季度经营性净现金流为 -22 亿元, 主要是业务拓展的保证金及垫款; 应收账款 36.5 亿, 控制仍然较好, 占总资产比重为 10.0%, 其中公司项目设备采购及工程预付影响预付款项增加 60% 至 2.4 亿元, 投标保证金、履约保证金影响其他应收款增加 95.1% 至 11.1 亿, 增加膜生产和良业环境未结算工程影响存货增加 250% 至 15.1 亿元。
- **良业环境预计盈利 3 亿, 定州危废项目 18 年投产。**公司 6 月收购良业环境, 拓展光环境业务, 17 年预计收入 10 亿, 利润超 3 亿; 同时 7500 万元收购冀环公司、定州京城环保 100% 股权, 通过外延并购迅速获取危废牌照。冀环公司拥有 13 类国家危废名录中的危废; 定州京城环保拥有危废等焚烧处置规模约 9500 吨/年, 正在重新设计规划, 预计 18 年投产并贡献收入, 到 2020 年新增产能有望扩充至 4 万吨/年。公司积极拓展光环境、危废等业务, 环保大平台逐步成型。

## 投资建议

- 公司是水治理行业龙头, MBR+DF 膜技术全球领先, 市政污水与黑臭河协同治理增强拿单能力, 积极打造环保大平台。根据测算, 预计 17/18/19 年, 公司归母净利润 24.7、29.7、36.0 亿元, EPS 0.79、0.95、1.15 元, 对应 PE 为 20、16、14 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 近 2 年公司 PPP 项目快速增加, 涉及大量工程施工及人员招聘, 存在项目施工进度风险; PPP 项目占比上升较快, 存在应收账款回收延迟风险。

## 相关报告

1. 《三季报符合预期, 水处理龙头受益环保需求提升-碧水源公司点评》, 2017.10.26
2. 《上半年回款力度加大, 下半年订单步入结算期-碧水源公司点评》, 2017.8.8
3. 《业绩符合预期, 下半年 PPP 将发力-碧水源公司点评》, 2017.7.14
4. 《拟收购光环境运营商, 助力 PPP 业务拓展-碧水源公司点评》, 2017.6.8
5. 《内生高增及现金流稳定, 外延布局高景气危废-碧水源公司研究》, 2017.6.7

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

邓晖 联系人  
(8610)66216739  
denghui@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |        |        |        |        |         |         | 资产负债表 (人民币百万元)  |        |        |        |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                       | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E   | 2019E   |                 | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| <b>主营业务收入</b>         | 3,449  | 5,214  | 8,892  | 13,245 | 15,640  | 18,773  | 货币资金            | 2,394  | 5,300  | 9,056  | 4,291  | 4,973  | 5,894  |
| 增长率                   | 10.1%  | 51.2%  | 70.5%  | 49.0%  | 18.1%   | 20.0%   | 应收账款            | 1,627  | 2,565  | 4,232  | 4,443  | 5,243  | 6,291  |
| <b>主营业务成本</b>         | -2,099 | -3,066 | -6,101 | -9,358 | -11,048 | -13,260 | 存货              | 275    | 346    | 431    | 1,421  | 1,677  | 2,013  |
| %销售收入                 | 60.9%  | 58.8%  | 68.6%  | 70.7%  | 70.6%   | 70.6%   | 其他流动资产          | 332    | 550    | 1,693  | 3,061  | 3,612  | 4,335  |
| <b>毛利</b>             | 1,350  | 2,149  | 2,791  | 3,887  | 4,592   | 5,513   | 流动资产            | 4,629  | 8,761  | 15,412 | 13,217 | 15,505 | 18,534 |
| %销售收入                 | 39.1%  | 41.2%  | 31.4%  | 29.3%  | 29.4%   | 29.4%   | %总资产            | 43.9%  | 47.6%  | 48.5%  | 34.5%  | 35.6%  | 37.3%  |
| <b>营业税金及附加</b>        | -58    | -82    | -51    | -76    | -90     | -108    | 长期投资            | 1,436  | 1,891  | 2,338  | 4,053  | 4,782  | 5,738  |
| %销售收入                 | 1.7%   | 1.6%   | 0.6%   | 0.6%   | 0.6%    | 0.6%    | 固定资产            | 385    | 430    | 495    | 711    | 839    | 1,006  |
| <b>营业费用</b>           | -61    | -127   | -147   | -219   | -259    | -310    | %总资产            | 3.7%   | 2.3%   | 1.6%   | 1.9%   | 1.9%   | 2.0%   |
| %销售收入                 | 1.8%   | 2.4%   | 1.7%   | 1.7%   | 1.7%    | 1.7%    | 无形资产            | 1,325  | 4,323  | 9,933  | 15,456 | 16,693 | 17,611 |
| <b>管理费用</b>           | -201   | -287   | -409   | -609   | -720    | -864    | 非流动资产           | 5,907  | 9,628  | 16,395 | 25,117 | 28,027 | 31,123 |
| %销售收入                 | 5.8%   | 5.5%   | 4.6%   | 4.6%   | 4.6%    | 4.6%    | %总资产            | 56.1%  | 52.4%  | 51.5%  | 65.5%  | 64.4%  | 62.7%  |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | 1,029  | 1,652  | 2,184  | 2,982  | 3,524   | 4,231   | <b>资产总计</b>     | 10,536 | 18,389 | 31,806 | 38,334 | 43,533 | 49,656 |
| %销售收入                 | 29.8%  | 31.7%  | 24.6%  | 22.5%  | 22.5%   | 22.5%   | 短期借款            | 960    | 211    | 2,479  | 2,578  | 2,449  | 2,326  |
| <b>财务费用</b>           | -101   | -47    | -84    | -292   | -282    | -302    | 应付款项            | 1,493  | 2,028  | 4,946  | 8,903  | 10,506 | 12,607 |
| %销售收入                 | 2.9%   | 0.9%   | 0.9%   | 2.2%   | 1.8%    | 1.6%    | 其他流动负债          | 571    | 1,031  | 6,314  | 6,161  | 7,276  | 8,702  |
| <b>资产减值损失</b>         | -84    | -135   | -151   | -106   | -125    | -150    | 流动负债            | 3,023  | 3,270  | 13,739 | 17,642 | 20,231 | 23,636 |
| <b>公允价值变动收益</b>       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 长期贷款            | 966    | 934    | 1,467  | 2,494  | 2,494  | 2,120  |
| <b>投资收益</b>           | 318    | 217    | 264    | 393    | 464     | 557     | 其他长期负债          | 96     | 75     | 266    | 267    | 315    | 379    |
| %税前利润                 | 27.1%  | 12.8%  | 11.8%  | 13.2%  | 12.9%   | 12.8%   | <b>负债</b>       | 4,085  | 4,279  | 15,472 | 20,403 | 23,040 | 26,134 |
| <b>营业利润</b>           | 1,162  | 1,687  | 2,213  | 2,978  | 3,580   | 4,336   | <b>普通股股东权益</b>  | 6,078  | 13,574 | 15,521 | 16,244 | 18,501 | 21,133 |
| 营业利润率                 | 33.7%  | 32.4%  | 24.9%  | 22.5%  | 22.9%   | 23.1%   | 少数股东权益          | 372    | 535    | 813    | 1,687  | 1,991  | 2,389  |
| <b>营业外收支</b>          | 13     | 8      | 22     | 10     | 12      | 15      | <b>负债股东权益合计</b> | 10,536 | 18,389 | 31,806 | 38,334 | 43,533 | 49,656 |
| <b>税前利润</b>           | 1,175  | 1,695  | 2,235  | 2,988  | 3,593   | 4,351   |                 |        |        |        |        |        |        |
| 利润率                   | 34.1%  | 32.5%  | 25.1%  | 22.6%  | 23.0%   | 23.2%   | <b>比率分析</b>     |        |        |        |        |        |        |
| <b>所得税</b>            | -161   | -238   | -385   | -513   | -617    | -747    |                 | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| 所得税率                  | 13.7%  | 14.0%  | 17.2%  | 17.2%  | 17.2%   | 17.2%   | <b>每股指标</b>     |        |        |        |        |        |        |
| <b>净利润</b>            | 1,014  | 1,457  | 1,850  | 2,475  | 2,976   | 3,604   | 每股收益            | 0.874  | 1.108  | 0.590  | 0.790  | 0.950  | 1.150  |
| 少数股东损益                | 73     | 96     | 4      | 5      | 6       | 8       | 每股净资产           | 5.989  | 11.476 | 5.224  | 5.735  | 6.554  | 7.523  |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | 941    | 1,362  | 1,846  | 2,470  | 2,969   | 3,596   | 每股经营现金净流        | 0.726  | 1.106  | 0.240  | -0.235 | -0.005 | 0.324  |
| 净利率                   | 27.3%  | 26.1%  | 20.8%  | 18.6%  | 19.0%   | 19.2%   | 每股股利            | 0.059  | 0.117  | 0.039  | 0.056  | 1.677  | 0.878  |
|                       |        |        |        |        |         |         | <b>回报率</b>      |        |        |        |        |        |        |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |        |        |        |        |         |         | 净资产收益率          | 17.23% | 13.86% | 12.69% | 15.55% | 17.09% | 18.15% |
| 净利润                   | 1,014  | 1,457  | 1,850  | 2,475  | 2,976   | 3,604   | 总资产收益率          | 11.03% | 11.43% | 8.70%  | 8.50%  | 8.61%  | 9.08%  |
| 少数股东损益                | 73     | 96     | 4      | 5      | 6       | 8       | 投入资本收益率         | 13.72% | 9.05%  | 9.89%  | 12.98% | 13.58% | 14.59% |
| 非现金支出                 | 133    | 198    | 241    | 213    | 252     | 302     | <b>增长率</b>      |        |        |        |        |        |        |
| 非经营收益                 | -219   | -170   | -198   | -135   | -222    | -305    | 主营业务收入增长率       | 10.08% | 51.17% | 70.54% | 48.95% | 18.08% | 20.03% |
| 营运资金变动                | -164   | -126   | -1,141 | -3,319 | -3,069  | -2,628  | EBIT增长率         | 15.01% | 60.54% | 32.17% | 36.56% | 18.15% | 20.07% |
| <b>经营活动现金净流</b>       | 781    | 1,359  | 752    | -735   | -15     | 1,013   | 净利润增长率          | 7.85%  | 43.78% | 26.92% | 33.80% | 20.23% | 21.12% |
| 资本开支                  | -1,019 | -3,258 | -3,718 | -5,108 | -6,247  | -6,560  | 总资产增长率          | 29.55% | 74.54% | 72.97% | 20.52% | 13.56% | 14.07% |
| 投资                    | 190    | -268   | -1,027 | -1,839 | -2,143  | -2,395  | <b>资产管理能力</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 其他                    | 71     | -230   | -93    | 717    | 846     | 1,015   | 应收账款周转天数        | 136.5  | 115.1  | 106.1  | 117.4  | 104.1  | 102.4  |
| <b>投资活动现金净流</b>       | -758   | -3,756 | -4,838 | -6,230 | -7,544  | -7,940  | 存货周转天数          | 47.8   | 41.2   | 25.8   | 55.4   | 55.4   | 55.4   |
| 股权募资                  | 92     | 6,343  | 811    | 594    | 701     | 841     | 应付账款周转天数        | 260.4  | 242.3  | 297.7  | 347.6  | 347.5  | 347.4  |
| 债权募资                  | 257    | -781   | 7,201  | 2,094  | 7,789   | 7,366   | 固定资产周转天数        | 40.7   | 30.1   | 20.3   | 19.6   | 19.6   | 19.6   |
| 其他                    | -168   | -241   | -1,677 | 1,038  | -215    | -317    | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |        |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | 181    | 5,321  | 6,335  | 3,727  | 8,275   | 7,890   | 净负债/股东权益        | 47.41% | 23.22% | 52.53% | 14.38% | 11.95% | 9.89%  |
| <b>现金净流量</b>          | 205    | 2,924  | 2,262  | -3,267 | 682     | 922     | EBIT利息保障倍数      | 10.2   | 34.8   | 25.9   | 10.2   | 12.5   | 14.0   |
|                       |        |        |        |        |         |         | 资产负债率           | 37.01% | 38.78% | 23.27% | 48.65% | 53.22% | 52.93% |

来源：公司年报、国金证券研究所

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  |
|----|------|------|------|------|------|
|    | 4    | 7    | 11   | 14   | 49   |
|    | 4    | 6    | 7    | 11   | 32   |
|    | 1    | 1    | 1    | 2    | 7    |
|    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    |
|    | 1.67 | 1.57 | 1.47 | 1.56 | 1.55 |

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。

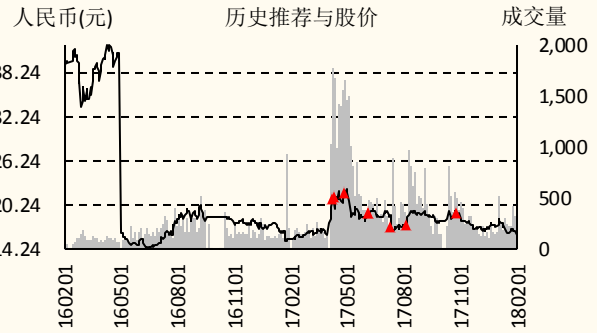
最终评分与平均投资建议对照：

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  | 2017-04-10 | 买入 | 20.02 | N/A         |
| 2  | 2017-04-13 | 买入 | 19.65 | N/A         |
| 3  | 2017-04-28 | 买入 | 21.11 | N/A         |
| 4  | 2017-06-07 | 买入 | 18.60 | 22.00~25.00 |
| 5  | 2017-06-08 | 买入 | 19.25 | N/A         |
| 6  | 2017-07-14 | 买入 | 18.50 | N/A         |
| 7  | 2017-08-08 | 买入 | 17.23 | N/A         |
| 8  | 2017-10-26 | 买入 | 19.25 | N/A         |

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH