

碧水源 (300070.SZ)

国资委批复落地，增发及控股权转让迈出关键一步

核心观点：

- **股权相关方案终获国资委批复，央企入主进程加快。**公司公告中国城乡（中国交建控制）拟通过非公开发行、受让表决权等获取公司控制权方案终获国资委批复，中国城乡及中交基金此前已持有 10.55% 股权，受让刘振国等人的 13.4% 股份表决权后，中国城乡将成为单一最大股东（合计 23.54%）。公司公告董事会改组，中国城乡提名董事将占董事会半数以上席位，此后中国城乡将成为控股股东。后续增发的审批仍包括股东大会、深交所、证监会等审核注册批复等流程。
- **融资改善+业务转型，水处理龙头再启航。**若上述事项顺利推进，公司控股股东将变更为中国城乡（中国交建控制），我们预计公司将有三点转变：（1）有望享受信用提升带来的融资优势，融资成本大幅下降；（2）背靠中国交建，获取订单能力将大大增强；（3）通过与中交合作，业务更彻底向轻资产转型，更好地聚焦于膜品技术研发。
- **中报业绩同比增长 311%，经营性现金流持续改善。**公司上半年实现归母净利润 1.06 亿元（同比增长 311.31%），单二季度实现归母净利润 0.32 亿元（去年同期亏损 0.58 亿元）。毛利率同比提升 5.4pct 至 33.65%，BOT 类订单实现运营收入 7.59 亿元（同比+53%）。中交入股带来的协同优势显现。此外值得注意的是，上半年公司经营性现金流净额为 4.74 亿元，同比增长 291.75% 大幅改善。
- **业绩拐点已至，持续关注中交入股后效应，上调至“买入”评级。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.55/0.68/0.84 元/股，按照最新收盘价对应 PE 分别为 17.31/14.06/11.38 倍。考虑到控股权转让及增发事宜推进加快，未来成长转型值得期待，我们给予公司 2020 年 25 倍 PE 估值，对应合理价值 13.83 元/股，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**融资环境改善不及预期；订单、项目落地速度低于预期；公司控股权转让进度低于预期。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,518	12,255	14,338	16,873	19,878
增长率（%）	-16.3	6.4	17.0	17.7	17.8
EBITDA（百万元）	2,615	3,093	3,493	4,163	4,942
归母净利润（百万元）	1,245	1,381	1,751	2,156	2,663
增长率（%）	-50.4	10.9	26.8	23.2	23.5
EPS（元/股）	0.40	0.44	0.55	0.68	0.84
市盈率（P/E）	19.75	17.42	17.31	14.06	11.38
ROE（%）	6.6	6.9	8.0	9.0	10.0
EV/EBITDA	13.50	13.03	14.22	12.71	11.30

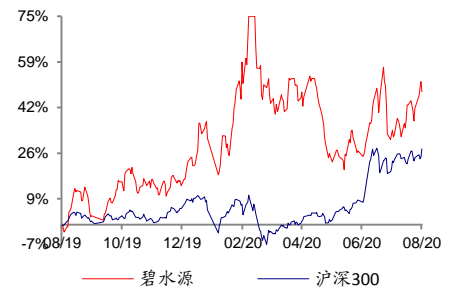
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	9.58 元
合理价值	13.83 元
前次评级	增持
报告日期	2020-08-30

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-60750631



xujie@gf.com.cn

相关研究：

碧水源 (300070.SZ)：中报 2020-08-18

业绩同比增长 311%，期待

中交入股后效应

碧水源 (300070.SZ)：业绩 2020-05-06

反转叠加现金流大幅改善，

关注中交入股后效应

碧水源 (300070.SZ)：疫情 2020-04-09

影响一季报，但全年业绩改

善趋势依然明确

联系人：

姜涛

shjiangtao@gf.com.cn

一、盈利预测及同业对比

2020H1在手订单401.13亿元(同比-25%)，尽管金额收缩，但我们预期后续订单质量更为优质。公司新增工程订单16.58亿元，在手工程订单110.30亿元。根据公司中报披露：公司无新增运营类订单，在手未完工运营订单290.83亿元，产生运营收入7.59亿元。在手订单仍保持充裕，且后续订单质量更优，带来现金流改善+毛利率提高双重优势。

表 1: 2017 年以来碧水源新增订单情况梳理 (半年度)

	2017H1		2018H1		2019H1		2020H1	
	项目数 (个)	项目金额、 (亿元)	项目数 (个)	项目金额、 (亿元)	项目数 (个)	项目金额、 (亿元)	项目数 (个)	项目金额、 (亿元)
EPC	61	112.05	110	144.89	67	70.35	60	16.58
TOT	3	23.44	-	-	-	-	-	-
BOT	25	123.45	29	164.96	6	10.09		

数据来源：定期报告、广发证券发展研究中心

表 2: 各报告期期末在手订单统计 (半年度; 单位: 亿元)

	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
EPC 期末在手订单	101.82	243.42	175.99	110.30
TOT 期末未完成投资额	18.33	-	-	-
BOT 期末未完成投资额	175.12	461.15	358.49	290.83
合计	295.27	704.58	534.48	401.13

数据来源：定期报告、广发证券发展研究中心

我们将公司业务分为污水处理整体解决方案、市政与给排水工程、城市光环境解决方案、净水器四大部分，并分别对其做出核心假设测算未来三年营收及成本规模：

- **污水处理整体解决方案**：污水资源化政策不断推进，叠加十四五治理需求的预期释放，我们预计该业务2020~2022收入增速分别为15%、15%和15%，毛利率水平为34%、34%和34%。
- **市政与给排水工程**：伴随着融资及回款环境改善，公司工程类业务有望恢复高成长，我们预计该业务2020~2022收入增速分别为35%、25%和25%，毛利率水平为8%、8%和8%。
- **城市光环境解决方案**：十四五光治理治理需求释放在即，我们预计2020~2022收入增速分别为10%、20%和20%，毛利率水平为42%、44%和46%。
- **净水器**：公司作为膜领域的龙头之一，净水器依靠技术及品牌优势，有望保持稳健增长，我们预计2020~2022收入增速分别为18%、24%和24%，毛利率水平为46%、47%和47%。

表 3: 公司收入拆分及预测表 (2020E~2022E)

	2018 年	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入/百万元	11,517.81	12,255.32	14,338.14	16,873.21	19,878.19
YOY/%	-16.3%	6.4%	17.0%	17.7%	17.8%
主营业务成本/百万元	8,083.90	8,472.70	9,894.27	11,596.80	13,599.32
毛利/百万元	3,433.91	3,782.62	4,443.9	5,276.4	6,278.9
毛利率/%	29.8%	30.9%	31.0%	31.3%	31.6%
污水处理整体解决方案					
收入/百万元	7,828.68	8,025.04	9228.80	10613.12	12205.09
YOY/%	-11.1%	2.5%	15%	15%	15%
成本/百万元	5,670.71	5,361.27	6137.15	7036.50	8055.36
毛利/百万元	2,157.58	2,663.77	3091.65	3576.62	4149.73
毛利率/%	27.6%	33.2%	34%	34%	34%
市政与给排水工程					
收入/百万元	1223.43	1752.28	2365.58	2956.97	3696.21
YOY/%	-66.1%	43.2%	35%	25%	25%
成本/百万元	1050.86	1632.44	2176.33	2720.41	3400.52
毛利/百万元	172.63	119.84	189.25	236.56	295.70
毛利率/%	14.1%	6.8%	8%	8%	8%
城市光环境解决方案					
收入/百万元	2238.63	2253.39	2478.73	2974.47	3569.36
YOY/%	103.2%	0.7%	10%	20%	20%
成本/百万元	1,235.62	1,360.07	1437.66	1665.70	1927.46
毛利/百万元	1,002.91	893.32	1041.06	1308.77	1641.91
毛利率/%	44.8%	39.6%	42%	44%	46%
净水器					
收入/百万元	227.07	224.61	265.04	328.65	407.53
YOY/%	-10.3%	-1.1%	18%	24%	24%
成本/百万元	126.71	118.91	143.12	174.19	215.99
毛利/百万元	100.36	105.70	121.92	154.47	191.54
毛利率/%	44.2%	47.1%	46%	47%	47%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

业绩拐点已至, 持续关注中交入股后效应, 上调至“买入”评级。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.55/0.68/0.84元/股, 按照最新收盘价对应PE分别为17.31/14.06/11.38倍。考虑到控股权转让及增发事宜推进加快, 未来成长转型值得期待, 我们给予公司2020年25倍PE估值, 对应合理价值13.83元/股, 上调至“买入”评级。

表 4: 碧水源同业对比 (收盘价日期: 2020/08/28)

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	PE 倍			归母净利润/亿元		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300070.SZ	碧水源	303.17	9.58	CNY	17.42	17.31	14.06	13.81	17.51	21.56
300388.SZ	国祯环保	70.26	10.34	CNY	21.63	18.26	15.48	3.26	3.85	4.54
600323.SH	瀚蓝环境	229.88	30.00	CNY	14.73	21.89	17.60	9.13	10.50	13.06

数据来源: 碧水源盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测, 广发证券发展研究中心

二、风险提示

融资环境改善不及预期; 订单、项目落地速度低于预期; 公司控制权转让进度低于预期。

公共联系人

2020-08-30

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	18,672	21,342	24,924	28,811	33,525
货币资金	6,331	6,208	6,544	6,823	7,322
应收及预付	7,143	8,768	9,936	11,103	12,386
存货	1,786	2,796	3,388	4,130	5,030
其他流动资产	3,413	3,570	5,056	6,754	8,787
非流动资产	38,018	46,045	51,824	57,604	63,454
长期股权投资	5,338	5,955	6,355	6,955	7,755
固定资产	610	696	772	839	895
在建工程	255	276	306	346	396
无形资产	26,291	32,812	36,420	39,487	42,018
其他长期资产	5,524	6,307	7,971	9,978	12,390
资产总计	56,690	67,387	76,747	86,416	96,979
流动负债	20,590	26,447	30,981	35,899	41,683
短期借款	4,125	2,979	3,415	4,434	5,844
应付及预收	10,580	12,084	14,230	16,092	18,183
其他流动负债	5,885	11,384	13,336	15,374	17,656
非流动负债	14,253	17,829	20,829	23,329	25,329
长期借款	8,044	14,111	17,111	19,611	21,611
应付债券	4,806	0	0	0	0
其他非流动负债	1,403	3,718	3,718	3,718	3,718
负债合计	34,844	44,276	51,810	59,228	67,012
股本	3,151	3,165	3,165	3,165	3,165
资本公积	6,692	6,724	6,724	6,724	6,724
留存收益	9,103	10,362	12,113	14,270	16,933
归属母公司股东权益	18,809	20,135	21,886	24,042	26,705
少数股东权益	3,037	2,977	3,052	3,145	3,262
负债和股东权益	56,690	67,387	76,747	86,416	96,979

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,518	12,255	14,338	16,873	19,878
营业成本	8,084	8,473	9,894	11,597	13,599
营业税金及附加	65	62	79	91	105
销售费用	288	291	373	422	477
管理费用	504	574	703	793	914
研发费用	245	214	287	354	437
财务费用	670	785	1,047	1,211	1,357
资产减值损失	-349	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	272	230	186	236	278
营业利润	1,617	1,706	2,180	2,685	3,317
营业外收支	13	18	16	19	22
利润总额	1,630	1,724	2,195	2,703	3,339
所得税	278	285	370	453	559
净利润	1,352	1,439	1,826	2,250	2,780
少数股东损益	107	58	75	93	117
归属母公司净利润	1,245	1,381	1,751	2,156	2,663
EBITDA	2,615	3,093	3,493	4,163	4,942
EPS (元)	0.40	0.44	0.55	0.68	0.84

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,305	3,321	4,140	4,176	4,732
净利润	1,352	1,439	1,826	2,250	2,780
折旧摊销	284	451	490	546	598
营运资金变动	-1,052	474	853	291	158
其它	721	957	971	1,089	1,197
投资活动现金流	-7,984	-7,406	-6,065	-6,071	-6,145
资本支出	-6,544	-7,584	-4,154	-3,710	-3,226
投资变动	-598	-302	-2,100	-2,600	-3,200
其他	-841	480	189	239	281
筹资活动现金流	6,809	3,799	2,261	2,174	1,912
银行借款	12,104	11,725	3,436	3,519	3,411
股权融资	1,214	331	0	0	0
其他	-6,509	-8,257	-1,175	-1,345	-1,499
现金净增加额	139	-281	336	279	499
期初现金余额	6,106	6,246	6,208	6,544	6,823
期末现金余额	6,246	5,965	6,544	6,823	7,322

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-16.3%	6.4%	17.0%	17.7%	17.8%
营业利润增长	-48.2%	5.5%	27.8%	23.2%	23.6%
归母净利润增长	-50.4%	10.9%	26.8%	23.2%	23.5%
获利能力					
毛利率	29.8%	30.9%	31.0%	31.3%	31.6%
净利率	11.7%	11.7%	12.7%	13.3%	14.0%
ROE	6.6%	6.9%	8.0%	9.0%	10.0%
ROIC	5.0%	4.8%	4.9%	5.3%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	61.5%	65.7%	67.5%	68.5%	69.1%
净负债比率	159.5%	191.6%	207.8%	217.9%	223.6%
流动比率	0.91	0.81	0.80	0.80	0.80
速动比率	0.76	0.63	0.62	0.62	0.62
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.18	0.19	0.20	0.20
应收账款周转率	1.96	1.76	1.87	1.97	2.09
存货周转率	6.45	4.38	4.23	4.09	3.95
每股指标 (元)					
每股收益	0.40	0.44	0.55	0.68	0.84
每股经营现金流	0.41	1.05	1.31	1.32	1.50
每股净资产	5.97	6.36	6.92	7.60	8.44
估值比率					
P/E	19.75	17.42	17.31	14.06	11.38
P/B	1.31	1.19	1.39	1.26	1.14
EV/EBITDA	13.50	13.03	14.22	12.71	11.30

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 焱：高级研究员，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。