

强烈推荐-A (维持)

碧水源 300070.SZ

目标估值: 10.2 元

当前股价: 7.54 元

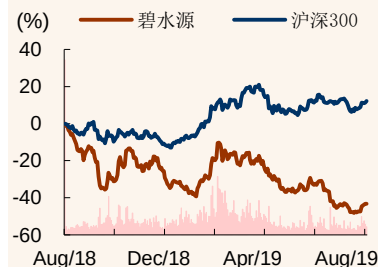
2019 年 10 月 26 日

基础数据

上证综指	2955
总股本 (万股)	316460
已上市流通股 (万股)	218121
总市值 (亿元)	239
流通市值 (亿元)	164
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	5.4
资产负债率	65.0%
主要股东	文剑平
主要股东持股比例	17.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-19	-41
相对表现	3	-28	-56



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《碧水源 (300070) — 业绩快速恢复, 现金流超预期, 和中交协同效应释放》2019-10-24
- 2、《碧水源 (300070) — 股权转让正式生效, 纳入央企体系加持未来发展》2019-06-05
- 3、《碧水源 (300070) — 股权转让携手中交集团, 推动更高层次长远发展》2019-05-06

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn
S1090519070001

央企入驻, 理想添翼

昔日膜法水处理整体解决方案提供者, 致力于解决我国“水脏、水少、水安全”问题。碧水源自 2018 年以来, 梳理和消化存量 PPP 项目, 2019 年, 历史风险已基本消除完毕。在环保产业提标增质的时代背景下, 公司坚定回归膜法水处理的本源业务, 有望凭借其双膜法工艺, 在困扰我国水环境的四大问题上形成突破——华北地下水漏斗问题、海水淡化国产化及成本降低问题、高原湖泊保护问题、自来水安全升级问题; 同时, 公司引入中交集团入股, 公司市场地位及形象进一步提升, 为碧水源的工艺路线推广、解决我国水环境问题的理想实现增添动力。未来碧水源核心价值彰显, 业绩估值有望双提升。当前, 碧水源不仅站在业绩筑底, 快速恢复, 全面开工带来的基本面拐点, 更是站在膜法水深度处理道路的重新出发、行稳致远、更高层次发展的新起点, 给予“强烈推荐-A”评级。

- 碧水源是我国领先的膜法水处理整体解决方案提供者, 2016-2018 年在大势影响下发展路线有所偏离核心技术, 2019 年重归初心, 凭借其特有的双膜法工艺, 致力于解决我国水环境污染及资源短缺的重大问题; 同时, 引入中交集团入股, 为理想添翼, 业绩估值有望双提升, 核心价值凸显。历史风险处理上, 2018-2019 年, 公司已对质量欠缺的 PPP 项目进行梳理清理, 剩余约 500 亿质量可靠、且大部分已获得贷款支持的 PPP 项目待实施; 未来业务发展上, 公司坚定回归膜法水处理核心主业, 契合我国当前环保产业将进入标准提升, 提质增效的时代背景, 公司凭借成熟领先的独家“MBR+DF”双膜法工艺, 有望在解决我国水环境的四大问题上形成突破——华北地下水漏斗问题、海水淡化国产化及成本降低问题、高原湖泊保护问题、自来水安全升级问题; 同时, 公司引入中交集团入股, 公司市场地位及形象将进一步提升, 为碧水源的工艺路线推广、解决我国水环境问题的理想实现增添动力, 助力碧水源实现更高层次的长远发展。二级市场上来看, 当前拟科创板环保公司中, 水深度处理及膜法水处理为重要方向, 未来有望形成板块效应, 碧水源重回主业、并得到央企加持, 业绩估值有望双提升, 核心价值凸显。
- 三季度业绩快速恢复, 公司在手项目充沛, 质量较优, 融资到位良好, 现金流表现优异, 全年业绩有望得到大幅度恢复性增长, 三季度为全年基本面反转的重要拐点。公司上半年收入利润的大幅下滑主要与外部环境及公司主动调整经营策略有关, 随着存量项目经营风险消化逐渐完成, 战略投资者引入落地, 公司三季度项目工程施工推进顺利, 业绩实现快速恢复, 单季度实现归母净利润和扣非后归母净利润分别 3.36 和 3.54 亿元, 同比分别增长 61.9% 和 79.8%, 公司三季度经营性净现金流 12.4 亿元, 接近去年全年水平, 优异现金流对公司经营形成有效正反馈; 公司在手项目充沛, 项目质量改善, 融资到位好, 有望促进毛利率水平提升、费用水平下降、保障项目开工进度, 全年业绩达成及超过业绩承诺为大概率事件。
- 央企加持, 价值回归, 基本面反转, 长期重要拐点已现。更长周期来看, 随着宏观层面上环保产业将进入提标增质的新阶段, 微观层面碧水源回归本源业务、和中交集团的协同效应日益增强、深化、获得更强融资支持力度, 公司在膜法水深度处理的道路上有望实现行稳致远, 今年三季度不仅为公司全年维度业绩恢复的重要拐点, 更是公司长期基本面反转和估值提升的重要拐点。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 14.0、16.5、20.0 亿元, 当年 PE 估值约 17 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 竞争加剧毛利率持续下降风险; 项目进度不达预期; 系统性风险。

目录

一、昔日膜法水处理整体解决方案提供者，致力于解决我国“水脏、水少、水安全”问题，如今重归初心，凭借“双膜法”工艺技术储备，试图解决我国水环境领域四大难题，引入央企，为理想添翼。	4
1. 昔日膜法水处理整体解决方案提供者，致力于解决我国“水脏、水少、水安全”问题，业务以核心膜法水处理设备供应为主，净利率长期维持高位，现金流良好。	4
2. 2016-2017 年，PPP 模式大规模应用，行业项目内容及模式均发生重大变化，时势所迫，公司业务随之调整，核心膜法水处理技术应用业务占比下降，低毛利率的外围建设业务增加，项目模式由 EPC 转变为 PPP，投资支出快速增大，且大量 PPP 项目堆积，风险暗含；2018 年，资金紧缩环境下，风险凸现。	5
3. 2019 年，历史风险基本处置，走出泥潭，重归初心，凭借“双膜法”工艺技术储备，试图解决我国水环境领域四大难题，引入央企，为理想添翼，业绩估值有望双提升，核心价值显现。	6
(1) 历史风险是否已妥善解决？	6
(2) 市场空间有多大？是否足以支撑其再次成长？	6
(3) 公司技术储备是否已足够？	10
(4) 为什么以前无法实现的技术路线变化，在未来可能实现？中交入驻在碧水源未来发展中将起到怎样的帮助作用？	11
二、碧水源 2019 三季报分析：随着历史经营风险持续得到有效消除，股权转让引入国资战略投资者落地，公司三季度经营已回正轨，项目推进顺利，业绩实现大幅度恢复性增长，费用率显著下降	15
1. 经营风险逐渐消化，战略投资者落地，三季度业绩快速恢复	15
2. 前三季度毛利率下滑，随着存量项目持续消化，新项目质量较好，订单结构优化，未来毛利率有望回升	15
3. 费用率下降，减值较少，减少对利润的侵蚀，未来有望持续改善	15
三、碧水源现金流分析：2019 年前三季度现金流超预期，收现比大幅提升，经营活动现金流净额接近去年全年水平，在手货币资金充沛，保障经营安全，为未来快速发展提供支持和空间	16
四、卸下包袱，重新出发；在手项目充沛，质量更优，融资到位情况更好，对全年业绩有强力支撑，三季度进入密集开工期，已看到业绩大幅恢复，全年业绩承诺达成成为大概率事件，公司基本面反转的重要拐点已现。	17
五、盈利预测及投资建议	18
六、风险提示：竞争加剧、业务延伸导致毛利率下降风险；项目进度不达预期；利率持续上升带来的财务费用率大幅提升的风险。	19

图表目录

图 1: 2007-2014 年碧水源收入及利润成长情况	4
图 2: 碧水源 2007-2014 年收入结构 (亿元)	5
图 3: 碧水源 2007-2014 年收现比情况.....	5
图 4: 碧水源过往市值及 PE 情况.....	5
图 5: 碧水源在水循环闭环中发挥的作用	10
图 6: 碧水源历史 PE Band	20
图 7: 碧水源历史 PB Band	20
表 1: 雄安新区大清河、子牙河、黑龙港及运东流域等三项水污染排放地方标准和地表水标准比较.....	7
表 2: 碧水源双膜法“开发新水源”主要项目情况	10
表 3: “MBR+DF”双膜法水处理运行成本与水价、海水淡化、南水北调等成本比较 ..	11
表 4: 拟科创板的环保领域公司情况	13
表 5: 碧水源 2017-2019Q3 盈利能力及各项费用率变化 (%)	16
表 6: 碧水源 2017-2019 前三季度现金流状况分析 (亿元)	17
附: 财务预测表	21

一、昔日膜法水处理整体解决方案提供者，致力于解决我国“水脏、水少、水安全”问题，如今重归初心，凭借“双膜法”工艺技术储备，试图解决我国水环境领域四大难题，引入央企，为理想添翼。

1. 昔日膜法水处理整体解决方案提供者，致力于解决我国“水脏、水少、水安全”问题，业务以核心膜法水处理设备供应为主，净利率长期维持高位，现金流良好。

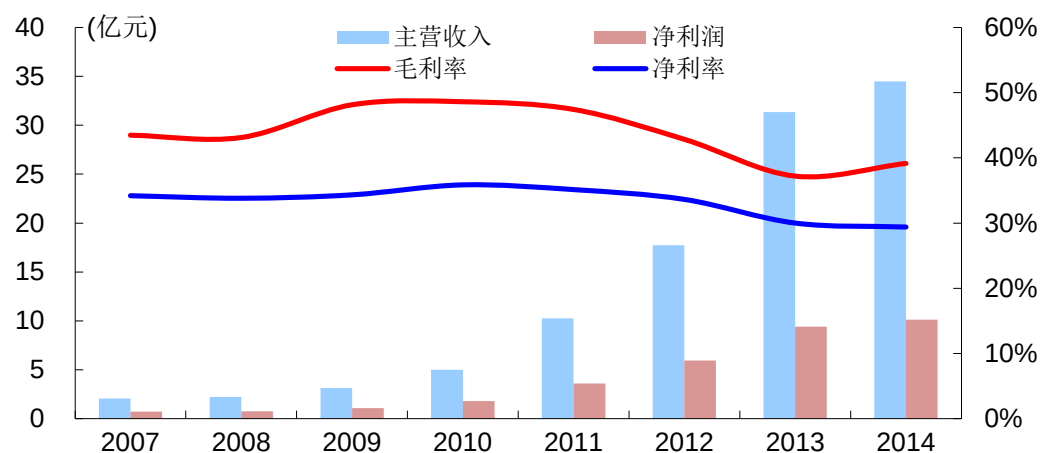
碧水源公司成立于 2001 年，2010 年 4 月登陆创业板，是国家首批高新技术企业、国家第三批创新型企业及首批中关村国家自主创新示范区创新型企业。公司是中国污水资源化技术的开拓者和领先者，也是中国膜生物反应器（MBR）技术大规模应用的奠基者。

碧水源公司主营业务为提供以膜法水处理为核心的整体技术和工程解决方案，一直以来，公司坚持以自主研发、国际先进的膜技术解决“水脏、水少、饮水安全”的水环境问题。

- **水脏：**通过 MBR（膜生物反应器）工艺技术解决“水脏”的问题，致力于把污水变成好过地表 V 类水标准的水资源；
- **水少：**通过“MBR+DF”双膜法可以把污水变成地表 II 及 III 类水，扎扎实实地解决“水少”问题；
- **水安全：**DF 膜可有效去除所有的污染物，同时保留水中有用的矿物质，应用在饮水机中，可有效解决饮用水安全问题。

2010-2014 年，碧水源公司净利润从上市时的 1 亿成长至 10 亿，且技术、管理溢价带来的高位盈利能力也一直得以保持，净利率水平维持在 30% 左右。

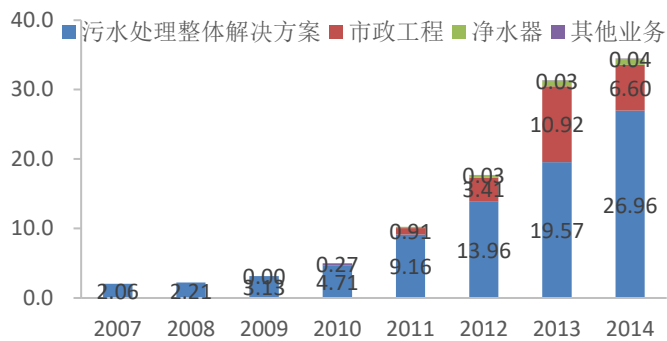
图1：2007-2014年碧水源收入及利润成长情况



数据来源：wind，招商证券

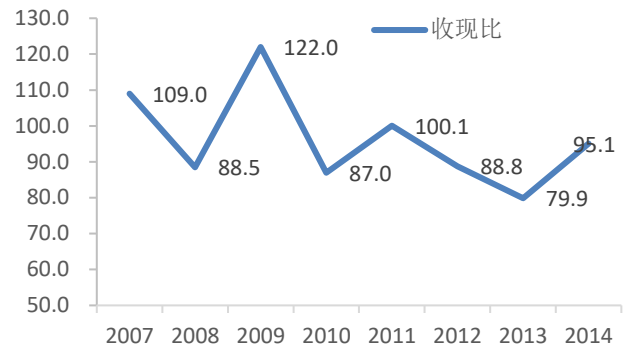
此时，碧水源公司主业以核心膜法水处理设备及整体解决方案提供为主，核心膜技术应用在业务中的占比高，是保证公司高盈利能力的关键。同时，这一时期公司业务模式以设备供应及 EPC 为主，公司的现金回流也处于较好水平。

图 2: 碧水源 2007-2014 年收入结构 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 3: 碧水源 2007-2014 年收现比情况



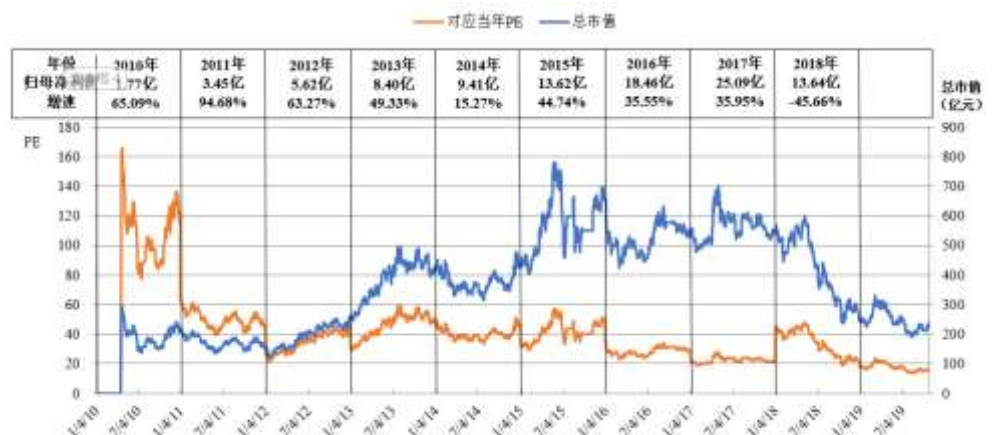
资料来源: Wind、招商证券

2. 2016-2017 年, PPP 模式大规模应用, 行业项目内容及模式均发生重大变化, 时势所迫, 公司业务随之调整, 核心膜法水处理技术应用业务占比下降, 低毛利率的外围建设业务增加, 项目模式由 EPC 转变为 PPP, 投资支出快速增大, 且大量 PPP 项目堆积, 风险暗含; 2018 年, 资金紧缩环境下, 风险凸现。

2015 年起, 我国开始逐步推进海绵城市建设及黑臭水体治理业务, PPP 模式也开始发展。2016-2017 年, 海绵城市建设及黑臭水体治理成为地方政府环保的重要任务、优先展开、且 PPP 模式开始大规模应用, 项目多以 PPP 模式、大体量投资方式释放。顺应市场形势发展, 碧水源从 2015 年起, 也开始进入河道治理 PPP 等业务领域, 膜法水处理相关业务占比持续下降, 直接导致了其虽然收入、利润保持较高增长, 但是估值水平持续下滑, 公司目前估值水平已是公司历史最低水平。

2018 年, 资金面由宽松变紧张, 融资困难度不断增加、资金成本不断上升, 而民营企业在这过程中融资困难度更为突出。同时, PPP 政策由鼓励转向规范, PPP 项目库清库行动开始, 项目库总量增长停滞, PPP 项目融资难度增大。面对困境, 公司 2018 年起开始严控 PPP 风险, 同时反思历史战略决策及问题, 开始主动对一些质量欠缺的 PPP 项目进行调整消化, 虽然短期内带来收入利润的下滑, 但回归膜法水处理的本身业务决心坚定。

图 4: 碧水源过往市值及 PE 情况



数据来源: wind, 招商证券

3. 2019 年, 历史风险基本处置, 走出泥潭, 重归初心, 凭借“双膜法”工艺技术储备, 试图解决我国水环境领域四大难题, 引入央企, 为理想添翼, 业绩估值有望双提升, 核心价值显现。

2019 年, 碧水源历史 PPP 项目梳理基本完成, 余下约 500 亿可靠 PPP 项目待实施, 其中大部分贷款已落地; 同时, 公司股东层面发生重大变化, 引入央企中交建集团, 为公司更高层次技术路线推广铺路; 业务上, 公司已立志回归膜法水处理核心主业, 业务模式以和 2010-2014 年类似的设备销售及整体解决方案提供的 EPC 模式为主, 同时, 凭借其 2014-2015 年即已研发成功的“双膜法”工艺技术储备, 试图解决我国水环境领域四大难题。公司怀揣理想再度出发, 而此次央企入驻, 更为理想添翼。

再度成长的起点上, 预判是否能够再次成功, 有四大疑问需要回答, 我们将其综述如下:

(1) 历史风险是否已妥善解决?

公司 18 年起严控 PPP, 对质量欠缺的 PPP 项目进行清理, 目前剩余项目为质量相对较优, 贷款落实程度较好的项目。根据公开调研信息, 公司目前存量的约 500 亿项目中, 需要项目贷款总额约 350 亿, 其中目前已经得到银行批复的金额约 300 亿, 剩余的约 50 亿正在申请中; 公司今年的全年目标是批复 150 亿, 放款 100 亿, 截止 8 月底已经批复 110 亿, 放款 70 亿; 整体而言, 公司存量项目银行融资情况较好, 未来将有效保障项目的顺利推进, 在未来几年内为公司业绩兑现提供有力支撑。

另一方面, 公司的运营规模提升较快, 根据公开调研信息, 公司在手项目 (包括已投运的和在建及筹建的) 若全部投产, 水处理的运营规模约为 800 万吨/日, 公司 2018 年底运营收入为 8.49 亿元, 对应运营规模约 200 万吨/日, 公司 2019 年前三季度运营收入为 8.2 亿元, 公司当前投运规模约 300 万吨/日, 另有近 100 万吨/日处于建设后期调试阶段, 未来, 随着公司投运规模的持续提升, 将为公司业绩和现金流提供有效支撑。

(2) 市场空间有多大? 是否足以支撑其再次成长?

目前, 我国的污水处理率已达到较高水平, 其中 MBR 技术应用占比约 10-15%, 仍处于较低水平, 同时污水处理标准也仍处于较低水平, 截止 2017 年底, 规模以上城镇污水处理厂中约 41.9% 的污水处理厂仍仅实现一级 B 标。因此, 未来我国污水处理标准提升的空间仍很大。自然界并不缺乏水, 而是缺乏干净的水, 我国污水排放标准较低, 是我国水质型缺水的重要原因, 因此水的超净排放将是我国水处理行业的必经之路, 是我国环保领域的长期方向之一。

✓ **国家标准未出台, 鼓励地方先行, 各地陆续开展四类水提标改造**

我国城镇污水处理厂整体执行标准较低, 根据住建部及德中环保咨询 (GEP Research) 数据, 截止 2017 年底, 我国规模以上城镇污水处理厂执行标准排放情况中, 准 IV 类占比仅为 3.8%, 一级 A 和一级 B 的占比为 36.3% 和 41.9%, 二级排放标准及其他排放标准为 15.3% 和 2.7%。

2015年11月，环保部发布《城镇污水处理厂污染物排放标准》（征求意见稿），此文件是对《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）的修订，是该标准自实施以来的首次修订。征求意见稿指出，“根据环境保护工作的要求，在国土开发密度已经较高、环境承载能力开始减弱，或环境容量较小、生态环境脆弱，容易发生严重环境污染问题而需要采取特别保护措施的地区，应严格控制污染物排放行为，在上述地区的城镇污水处理厂执行水污染物特别排放限值”，这是环保部首次提出水污染物特别排放限值，是“水十条”出台后首次在水污染物排放标准上的升级。

虽然国家标准未出台，但鼓励地方提标先行，各地已陆续开展四类水提标改造，继北京、天津等地区后，浙江、广东、西安等地均已开始提标，后续长江流域和渤海湾区域也将在局部逐步推进。污水排放从传统的一级 A/B 提升至四类水的主要方法为膜法水深度处理，碧水源作为我国 MBR 膜法水处理技术的奠基者，自主研发国际一流的 MBR 工艺技术，可将污水处理后出水水质达到地表水 IV 类标准，形成高品质再生水，全国范围内十万吨级以上规模的项目数量已超过上百个，在我国水环境敏感地区的污水处理厂提标升级改造中承担着中坚角色，公司将持续受益于全国范围内的水质持续提标。

✓ 雄安新区三类水提标先行

- 1) 2018 年以来，雄安新区地表三类水提标政策已出，实现后将具备新的示范效应。
- 2) 2018 年 4 月 14 日，《河北雄安新区规划纲要》提出将白洋淀水质逐步恢复到 III - IV 类。
- 3) 2018 年 9 月 4 日，河北出台大清河、子牙河、黑龙港及运东流域等三项水污染排放地方标准，提出雄安新区全域污水排放标准将全面提标，由过去的一级 A 提高至 III 类水质标准。其中，大清河流域分为核心控制区、重点控制区、一般控制区，核心控制区就是雄安新区全域，包括雄县、容城、安新三县行政辖区（含白洋淀水域）等。

新标准下的大清河核心控制区水污染排放标准除总氮外，其他项已达 III 类水标准。雄安新区全域污水处理排放标准全面提标至地表 III 类水质标准，是我国首次区域性整体提标至地表三类水，具有显著的标杆意义和示范效应。

表 1：雄安新区大清河、子牙河、黑龙港及运东流域等三项水污染排放地方标准和地表水标准比较

基本控制项目	地表水环境质量标准					大清河流域		子牙河、黑龙港及运东流域	
	I类	II类	III类	IV类	V类	核心控制区	重点控制区	一般控制区	重点控制区
化学需氧量(COD)	15	15	20	30	40	20	30	40	40
生化需氧量(BOD ₅)	3	3	4	6	10	4	6	10	10
氨氮(以N计)	0.15	0.5	1	1.5	2	1.0 (1.5)	1.5 (2.5)	2.0 (3.5)	2.0 (3.5)
总氮(以N计)	0.2	0.5	1	1.5	2	10	15	15	15
总磷(以P计)	05年12月31日前建设	0.02	0.1	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4
	06年1月1日起建设的	(湖库 0.01)	(湖库 0.025)	(湖库 0.05)	(湖库 0.1)	(湖库 0.2)			

注1：单位为毫克每升

注2：氨氮排放限值括号外数值为水温>12℃时的控制指标，括号内数值为水温≤12℃时的控制指标。

资料来源：环保部，河北省政府，招商证券

同时，我国的水环境治理领域中，仍存在华北缺水、高原湖泊保护治理难、自来水安全需提升、海水淡化仍高度依赖进口膜等问题。而碧水源的技术储备，在这四大问题上，

均已可给出对应解决方案。这四大市场的突破都将构成碧水源长期增长的动力。

➤ 华北地下水漏斗问题

我国华北地区是我国地下水漏斗重灾区，根据《全国地下水污染防治规划（2011-2020年）》所披露，2009年华北平原东部深层承压地下水水位降落漏斗面积达7万多平方公里，部分城市地下水水位累计下降达30-50米，局部地区累计水位下降超过100米。2019年3月22日，水利部副部长魏山忠介绍，华北地区地下水每年超采55亿立方米左右，估算目前华北地区地下水超采累计亏空1800亿立方米左右，超采的面积达到了18万平方公里。

为解决华北地区地下水超采问题，水利部、财政部、发改委、农业农村部联合印发《华北地区地下水超采综合治理行动方案》，提出通过采取“一减、一增”综合治理措施（“一减”即通过节水、农业结构调整等措施，压减地下水超采量；“一增”即多渠道增加水源补给，实施河湖地下水回补，提高区域水资源水环境承载能力），系统推进华北地区地下水超采治理，逐步实现地下水采补平衡；行动方案的目标是，到2022年，京津冀地区在正常来水的情况下，能够年均压采地下水25-26亿立方米，现状超采量压减率70%左右，让2/3的地区做到采补平衡，特别是超采区城镇，力争做到全部实现采补平衡。到2035年全面实现地下水采补平衡，超采亏空水量逐步填补。

碧水源的双膜法工艺可将污水处理至地表二、三类水水质，达到可回灌地下水的水质标准，是较经济地解决华北地下水漏斗问题的可行方案之一。

➤ 海水淡化国产化率需提升，成本盼下降

据了解，全国50多个沿海城市中就有40多个严重缺水，海岛、苦咸内陆地区也急需淡水资源。据公开资料，未来十五年内，即使南水北调中东线工程全部建成，且考虑部分海水利用后，国内沿海地区缺水量仍将接近200亿立方米。在此背景下，作为实现水资源利用开源增量的重要举措，海水淡化技术被认为是破局水资源短缺困局的关键钥匙，既关乎国家水安全，也直接影响民生福祉。

按照《全国海水利用“十三五”规划》所提出的目标，到2020年，全国海水淡化总规模达到220万吨/日以上，海水淡化装备自主创新率达到80%及以上，自主技术国内市场占有率达到70%以上，国际市场占有率提升10%。我国海水利用自主的核心技术、材料和关键装备要实现产品系列化，产业链条日趋完备等。

反渗透膜技术是海水淡化的主流技术之一，碧水源采用的“超滤膜(UF)+反渗透膜(RO)”双膜法工艺技术海水淡化领域技术领先，标杆项目示范效应明显。2016年，碧水源开始实施山东省青岛市董家口经济区10万吨/日海水淡化PPP项目，并于2018年投入使用，是我国首座自主研发、自主设计、自主建设的大型海水淡化工程，打破了外国公司的技术垄断局面，标志着我国海水淡化关键技术的重大突破，为国家解决淡水资源短缺问题提供了战略性的技术支持，并且通过关键技术和设备实现国产化，使得吨水处理价格降幅可达30%左右。2018年6月，碧水源中标“山东鲁北高新技术开发区海水淡化特许经营权”项目，拟建设总规模10万吨/日。这是继青岛董家口海水淡化项目后，碧水源再度在山东中标此类项目，再次显示了碧水源在海水淡化领域拥有的强大实力和

技术优势。

➤ 高原湖泊保护治理亟需可行方案支持

我国湖泊污染现状比较严重，根据《2018 中国生态环境状况公报》，2018 年，监测水质的 111 个重要湖泊（水库）中，I 类水质的湖泊（水库）7 个，占 6.3%；II 类 34 个，占 30.6%；III 类 33 个，占 29.7%；IV 类 19 个，占 17.1%；V 类 9 个，占 8.1%；劣 V 类 9 个，占 8.1%。监测营养状态的 107 个湖泊（水库）中，贫营养状态的 10 个，占 9.3%；中营养状态的 66 个，占 61.7%；轻度富营养状态的 25 个，占 23.4%；中度富营养状态的 6 个，占 5.6%。

其中，高原湖泊由于其生态脆弱性，生态阈值较低，若被污染则治理恢复难度大，保护重要性更加凸显。以云南省为例，根据《云南省 2018 年环境状况公报》，九大高原湖泊中，泸沽湖、抚仙湖达到 I 类标准，水质优；洱海、阳宗海达到 III 类标准，水质良好；滇池草海、滇池外海、程海（不含氟化物、pH）达到 IV 类标准，水质轻度污染；杞麓湖达到 V 类标准，水质中度污染；异龙湖、星云湖水质劣于 V 类标准，重度污染。

碧水源在云南洱海已有成熟项目实践，公司云南洱源县再生水厂二期项目，处理规模 1.19 万吨/日，采用 MBR-DF 双膜新水技术，将大理州乃至云南省的污水处理全面提升至地表水 III 类标准以上，补充洱海，减轻污染负荷。该项目的实施，将为水环境敏感地区 and 高原湖泊的治理树立全新的标杆，不但在整个洱海保护战略中具有重要的意义，在中国乃至世界的湖泊治理领域也将具有重要的科学研究和借鉴价值。

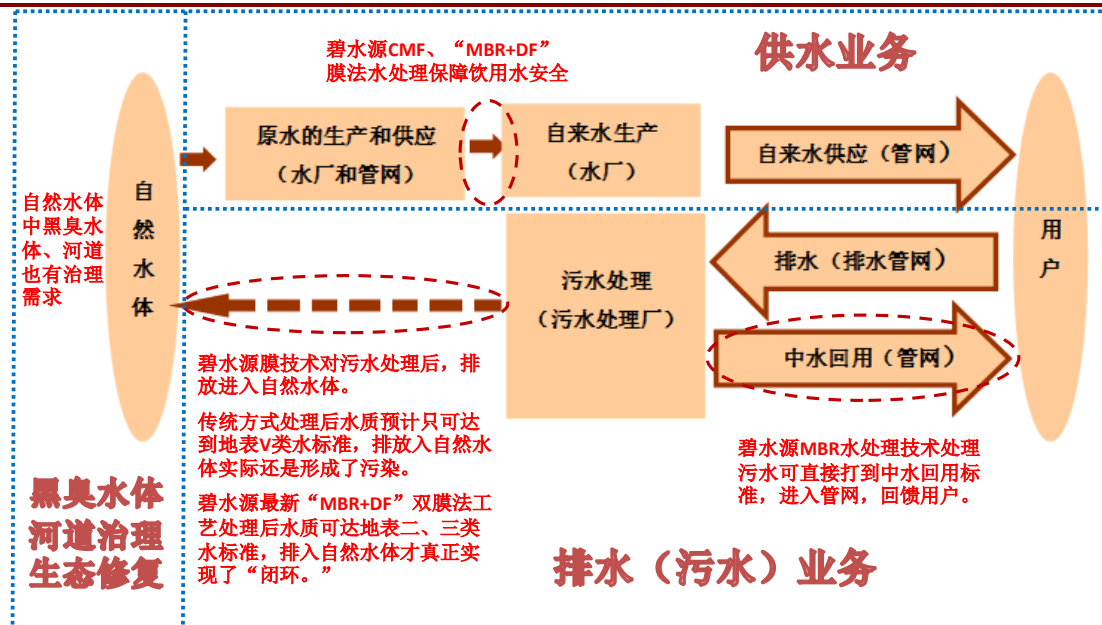
➤ 自来水安全存隐患，处理工艺需升级

我国居民饮用水存在水源地达标情况不理想，以及饮用水处理相对落后的问题，并不能满足安全饮水的需求；一方面，我国水源地水质达标情况并不理想，2018 年，按照监测断面（点位）数量统计，监测的 337 个地级及以上城市的 906 个在用集中式生活饮用水水源监测断面（点位）中，814 个全年均达标，占 89.8%。按照水源地数量统计，871 个在用集中式生活饮用水水源地中，达标水源地比例为 90.9%。另一方面，我国饮水工艺主要以常规工艺（混凝-沉淀-过滤-氯消毒）为主，并不能完全保障我国饮水安全。常规工艺又称第一代饮用水处理工艺，主要针对水中能引起重大疾病的细菌和病毒，第二代工艺（第一代工艺+臭氧-颗粒活性炭）主要针对水中对人体有毒害的有机污染物和氯化消毒副产物。到 20 世纪末，饮用水源爆发了新的生物安全性问题，包括两虫、蓝绿藻、剑水蚤、生物稳定性等问题，第一代第二代工艺都难以完全解决，第三代城市饮用水净化工艺 - 以超滤（UF）为核心的组合工艺开始应用于饮用水处理，据德中环保咨询（GEP Research）统计，截至 2017 年底，我国累计建成膜法水厂总处理规模超过 500 万吨/日；根据住建部数据，2017 年年末，中国城镇（设市城市、县，不含其它建制镇）供水综合生产能力约为 3.69 亿吨/日，其中城市供水综合生产能力约为 3.05 亿吨/日，县城供水综合生产能力约为 0.64 亿吨/日；即，膜法水厂规模仅占总规模的约 1.4%，我国安全饮水目标任重道远。

(3) 公司技术储备是否已足够？

碧水源作为我国 MBR 技术大规模应用的奠基者，在膜法水处理领域技术已日渐成熟，并在最初 MBR 的基础上不断创新，2014-2015 年，公司最新研发的“MBR+DF”双膜法水处理技术路线能直接将污水处理至地表二、三类水水质，排入自然水体，实现“污水→净水”的水质突破，进而真正实现水处理的闭环。

图5：碧水源在水循环闭环中发挥的作用



数据来源：招商证券

“MBR+DF”双膜法，实现污水变净水

2014 年，历经多年磨砺，碧水源推出了世界首创的 DF 膜，并开发了双膜法（MBR+DF）新水工艺，2015-2018 年间，陆续在北京翠湖新水厂、山西阳泉、山东青岛、江苏盐城、云南滇池等多省多地成功应用。

表 2：碧水源双膜法“开发新水源”主要项目情况

序号	项目名称	处理规模	获得项目时间	通水时间	入出水水质等项目概况
1	北京翠湖新水源厂	2 万吨/日	-	2014 年	进水水质为生活污水，出水水质为地表 II 类水水质
2	山西省阳泉市平定县冶西工矿 区及周边饮用水水质改善工程	1 万吨/日	2015 年	-	
3	江苏省盐城市大丰区第二水厂	CMF4 万吨/日 +DF2 千吨/日	2015 年	2017 年	苏北地区供水领域的净水示范工程
4	青岛豆金河污水处理厂	1 万吨/日	-	2015 年	进水水质为生活污水，出水水质为地表 II 类水水质
5	云南洱源县再生水厂二期	1.19 万吨/日		2019 年	争取在 2019 年 5 月 1 日前完成提标至地表水 III 类 (湖、库)标准的任务

资料来源：公司网站，公司资料，招商证券

而且，从历史运营项目的投资和经济性来看，“MBR+DF”双膜法处理工艺 1.9 元/吨的运行费用（如果以污水处理厂为水源运行费用为 1.3 元/吨），与天然水源取水制水成本已非常接近，远低于北京水价中自来水水费（2.07 元/吨）+水资源费（1.57 元/吨）共 3.64 元/吨的部分。其成本更是远低于海水淡化、南水北调的制水成本，随着未来投产项目逐渐增多，成本和技术可靠性不断获得验证，应用空间将更为广阔。

表 3: “MBR+DF” 双膜法水处理运行成本与物价、海水淡化、南水北调等成本比较

序号	项目	成本价格 (元/吨)	备注
1	北京水价	5	现行居民水价 5 元/吨, 即 2.07 元/吨的自来水水费、1.57 元/吨的水资源费和 1.36 元/吨污水处理费
2	“MBR+DF” 双膜法	1.3-2.0	翠湖项目将污水直接处理为新水(地表水 III 类以上), 投资费用为 4500 元/吨水, 运行费用为 1.9 元/吨(如果是已运行的污水厂的排水(一级 A)为水源, 投资费用为 1800 元/吨, 运行费用为 1.3 元/吨)。根据国家海洋局最新发布的《2014 年全国海水利用报告》, 2014 年全国新建成海水淡化工程 9 个, 新增海水淡化工程产水规模日产 2.61 万吨, 每吨成本 5 元—8 元。
3	海水淡化	5-8	对于南水北调的成本, 目前并没有一个公认的统计。有专家称, 南水北调的成本肯定在每吨 10 元以上。
4	南水北调	2 元以上	但原水利部南水北调规划设计管理局局长许新宜说, 南水北调中线一期年均调水 95 亿立方米, 总投资大约 2000 多亿元, 平均下来单立方米的的投资约 20 元, 但这并不是供水成本。根据他对全国近百项调水工程的研究分析, 中线水的价格大概是每立方米 2 元多。从中线来看, 在全成本核算情况下, 到北京的口门水价, 也就是未进北京配套管网之前的成本价, 每吨不会超过 3 元钱。尽管如此, 无论怎样, 南水北调成本一定在 2 元以上。

资料来源: 公司资料, 网站信息, 招商证券

(4) 为什么以前无法实现的技术路线变化, 在未来可能实现? 中交入驻在碧水源未来发展中将起到怎样的帮助作用?

- 国情所迫, 我国的环保产业发展将进入标准提升、提质增效时代, 这是碧水源技术应用拓展的最好背景。

在过去十年, 环保产业虽然经历了大规模投入, 但由于现行处理标准偏低, 污染问题解决和环境改善并未达到很好效果; 我们认为环保行业的未来发展必将进入到重视效果提升的轨道上来, 提质增效是环保产业长远发展的驱动所在。基于国情, 要彻底解决水污染问题, 我国水处理标准的提升也是必然趋势。如前文所述, 我国目前大部分的污水处理厂处理标准还停留在一级 A 标和一级 B 标, 而从具体的标准数值来看, 一级 A 标的污水处理厂出水 BOD 值与水质相对较差的地表 V 类水指标相当, 氨氮更是远差于地表 V 类水指标, 因此一级 A 标的污水处理厂出水排放到自然水体后, 实际上对自然水体无法起到净化和改善的作用, 也不具备生物活性, 更无法起到改善环境的实际效果。2015 年 11 月, 环保部发布了《城镇污水处理厂污染物排放标准(征求意见稿)》, 此文件是对《城镇污水处理厂污染物排放标准》(GB 18918-2002) 的修订, 将一级 A 标中总磷等指标要求提高、二级标准比之前显著提高, 同时增加了特别排放限值, 特别排放限值与四类水标准相当, 但是, 随后提标正式文件迟迟未出台, 市场对政策推动提标的进程产生质疑。但是, 从调研了解, 我国污水处理的提标进程上, 国标虽未变, 但实际在鼓励地方先行。

目前, 我国宏观经济下行压力较大, 但环保作为政府投资的重要方向并不会因此动摇, 一方面, 环境改善是社会经济发展、居民生活水平提升后的必然需求, 另一方面, 环保具有投资拉动属性, 且是我国基础设施建设领域的重要短板, 在宏观经济下行周期中是政府投资的重要选择。

2019年7月2日，财政部、住建部印发《城市管网及污水处理补助资金管理办法》（下称“《管理办法》”）的通知，明确补助资金用于支持海绵城市建设试点、地下综合管廊建设试点、城市黑臭水体治理示范、中西部地区城镇污水处理提质增效。此次管理办法明确补助资金的具体用途，且由中央财政安排专项资金支持，是对水环境治理相关投资的定向支持，对地方政府投资建设相关项目将起到激励和推动作用。

2015-2016年，各地方政府大规模开展了海绵城市及黑臭水体治理相关工作，并以PPP模式推进了大量项目建设；但自2017年中期开始到2018年，在整体资金面紧缩、降杠杆的背景下，地方政府水环境综合治理项目的推进也有所放缓，较多项目停滞；而此次2019年再次发布城市管网及污水处理补助资金管理办法，是政府在全面降杠杆后，对水环境治理投资定向支持的意向的一次明确，预计也有望推动地方政府水环境治理、污水提标相关项目的推进加速和重启。从更泛的层面来看，环保行业整体都将是当前国情下，中央定向支持地方政府投资的方向。

随着后续政府对环保领域投资的增大，环保板块基本面将持续改善，关注度将得到提升，板块估值也有望提升。

➤ 拟科创板公司中，水深度处理及膜法水处理为重要方向，有助形成膜法水处理板块，也是水深度处理将在未来关注度提升的重要暗示。

截至目前，拟科创板公司中，环保行业公司共七家，如图表4所示；其中，金达莱、金科环境、三达膜三家公司的主营业务为膜法水处理技术为代表的水深度处理方向，2018年金达莱、金科环境、三达膜的涉水业务收入占比分别为98.6%、100%、100%。

其中，金达莱的主营业务为依托自主研发的兼氧膜生物反应器技术(FMBR技术)及JDL重金属废水技术两大核心技术，为客户提供新型水污染治理技术装备、水环境整体解决方案以及水污染治理项目运营；

金科环境的主营业务为依托公司自主研发的膜通用平台装备技术、膜系统应用技术、膜系统运营技术等三大核心技术，为客户提供装备及技术解决方案、运营服务以及资源化产品，做水深度处理及污废水资源化；

三达膜的主营业务为开发适合特种分离要求的膜应用工艺及与之适配的先进膜材料，为国内外医药化工、食品饮料、石化冶金等行业和数百家大中型生产性制造企业提供大型化、工业化、个性化的膜应用综合解决方案。

环保科创公司的技术及业务方向特征说明了目前环保领域，以膜法水处理技术为代表的水深度处理为环保领域的重要的先进方向，未来这批环保公司若能顺利上市，膜法水处理将有可能形成板块效应。

表 4: 拟科创板的环保领域公司情况

指标	金达莱	金科环境	三达膜	万德斯	德林海	奥福环保	禾信仪器
营业收入							
2016 (万元)	27274.2	16667.3	54446.5	14635.8	4809.1	9286.9	9.171
2017 (万元)	48405.6	26296.7	58594.2	28254.6	11863.6	19611.7	10.257
2017 同比	77.5%	57.7%	7.6%	93.1%	146.7%	111.2%	11.9%
2018 (万元)	71427.7	40214.6	58990.9	49256.4	20758.5	24827.2	13.487
2018 同比	47.6%	53.0%	0.7%	74.3%	75.0%	26.6%	31.5%
归母净利润							
2016 (万元)	8595.6	1654.5	12871.7	1493.8	778.2	613.5	2.137
2017 (万元)	14672.4	3544.2	18523.1	6975.4	3052.3	5592.2	2.014
2017 同比	70.7%	114.2%	43.9%	366.9%	292.2%	811.5%	-5.7%
2018 (万元)	23614.6	6696.8	18132.2	7783.2	8021.7	4679.6	2.457
2018 同比	60.9%	89.0%	-2.1%	11.6%	162.9%	-16.3%	22.0%
公司主营业务介绍	依托自主研发的兼氧膜生物反应器技术 (FMBR 技术) 及 JDL 重金属废水技术两大核心技术, 为客户提供新型水污染治理技术装备、水环境整体解决方案以及水污染治理项目运营。 依托公司自主研发的膜通用平台装备技术、膜系统应用技术、膜系统运营技术等三大核心技术, 为客户提供装备及技术解决方案、运营服务以及资源化产品, 做水深度处理及污水资源化。 开发适合特种分离要求的膜应用工艺及与之适配的先进膜材料, 为国内外医药化工、食品饮料、石化冶金等行业和数百家大中型生产性制造企业提供大型化、工业化、个性化的膜应用综合解决方案。 垃圾污染削减 (渗滤液处理)、垃圾污染修复 (填埋场修复)、高浓度废水处理 蓝藻治理综合服务, 主要从事以湖库蓝藻水华灾害应急处理以及蓝藻水华的预防和控制为重点的蓝藻治理业务。 公司专注于蜂窝陶瓷技术的研发与应用, 以此为基础面向大气污染治理领域为客户提供蜂窝陶瓷系列产品及以蜂窝陶瓷为核心部件的工业废气处理设备。 专业从事质谱仪的研发、生产和销售, 主要向客户提供质谱仪及相关技术服务; 致力于质谱仪的自主研发、国产化及产业化。						
涉水业务情况							
2016 涉水业务收入 (万元)	26064.0	16667.3	54446.5				
涉水业务占比	95.6%	100.0%	100.0%				
2017 涉水业务收入 (万元)	47375.9	26265.3	58594.2				
涉水业务占比	97.9%	99.9%	100.0%				
2018 涉水业务收入 (万元)	70430.1	40197.5	58990.9				
涉水业务占比	98.6%	100.0%	100.0%				

资料来源: 公司公告, 招商证券

- 与中交集团展开股权转让合作, 业务高度协同, 互相补充, 有助推动更高层次长远发展, 为碧水源理想实现增添有力双翼。

公司 5 月 6 日发布《关于控股股东、实际控制人及其他股东签署股份转让协议暨权益变动的提示性公告》(于 6 月 4 日正式生效), 公司控股股东, 实际控制人及其他股东将 10.18% 股份转让予中国城乡, 正式引入国资战略投资者, 中国城乡成为碧水源第二大股东。

✓ 中交集团实力雄厚, 中国城乡为中交集团水处理相关新业务发展平台

中国城乡是中交集团的全资子公司, 是为落实十九大精神、践行国家战略, 聚焦各级政府提升产业发展力和环境承载力的迫切需求打造的生态环境治理、城乡融合发展的领军企业。中国城乡下辖“中国市政工程西南设计研究总院、中国市政工程东北设计研究总院、中交煤气热力研究设计院”三家国家级城乡市政设计院和“城乡水务、城乡能源、城乡生态环境、城乡综合发展、城乡产业发展”五大领域专业板块, 是未来中交集团水处理等相关新业务发展的平台。

中交集团是国务院国资委监管的特大型中央企业, 是全球领先的特大型基础设施综合服务商。2018 年, 中交集团位列世界 500 强第 91 位, 在国务院国资委对中央企业经营业绩考核中连续 13 年为 A 级; 连续 3 年荣膺 ENR 全球最大国际承包商第 3 名, 连续 12 年稳居亚洲最大国际工程承包商和中国企业第 1 名, 截至 2018 年, 中交集团总资产 1.37 万亿, 所有者权益 3128 亿, 2018 年实现营业收入 5830 亿元。

- ✓ 业务高度协同, 互为补充, 已有合作大型项目落地; 融资层面也有望随之改善

碧水源和中交集团的合作,将带来业务层面上的极大协同效应。中交集团是全球领先的特大型基础设施综合服务商,目前,中交集团提出聚焦环境业务,推动业务转型升级,为集团的环境业务市场开发与实施提供了强有力的支撑。水处理作为基础设施配套中必不可少的组成部分,碧水源在膜法水处理领域的领先技术及丰富经验将为中交的业务拓展提供更好的补充,同时,随着中交集团在国内业务的不断拓展以及海外一带一路走出去战略的推进,中交集团有望为碧水源对接更多水处理项目;此外,碧水源控股子公司良业环境在文创灯光及运营领域的领先优势也将为中交集团的业务拓展提供补充。同时,在与中交集团携手后,碧水源的业务模式预计将可以回归以轻资产模式为主,且在业务上重点关注公司核心的水处理提标、污水资源化等本源业务,着重发展设备、技术等相关轻资产业务,加大研发投入,而一般工程施工交由专业施工团队去做,如此,与中交集团的合作也将有助于碧水源回归传统的膜法水处理“高科技”路线。

在股权转让协议生效后的较短时间内,中交集团和碧水源的业务对接就已如火如荼的进行。8月5日至6日,中交集团2019年环境业务发展经验交流会在古城西安举行。会议由中交集团港航疏浚事业部主办,中国城乡和碧水源共同承办。来自中交集团各单位的160余名环境业务主管领导和专家与会,推动中交环境业务高质量发展。在交流会上,中集集团领导表示将充分利用碧水源在膜处理技术方面的核心优势,快速打造国内领先的水处理产业平台。同时,还将充分利用碧水源控股的北京良业环境技术股份有限公司在中国文创灯光及运营领域的领先地位优势,大力拓展文创灯光运营业务,打造国际一流的文创灯光产业平台。

碧水源10月10日发布公告,公司与中国城乡、中交第三公路工程局有限公司、中国市政工程东北设计研究总院有限公司、中交三公路第一工程有限公司组成联合体,成功预中标哈尔滨市城镇污水处理项目整体招商特许经营人采购项目第二标段,该项目运营期限为30年,预计投资规模约11.12亿元,合作期内污水处理服务费收入总额约51.34亿元;该项目包含6个子项目,均采用碧水源MBR膜法水处理工艺,其中4个为新建MBR工艺污水厂,2个为提标MBR工艺污水厂,设计水量共计27.5万吨/日。公司本次和中交集团联合预中标哈尔滨城镇污水处理项目,体现了公司和中交集团的业务层面的协同效果的释放。随着双方合作深化,不仅有助于碧水源实现良好市场开拓,新增大订单获取,而且也有助于双方各施所长,有助于碧水源逐步回归以膜设备销售为主的经营道路中,实现双方一加一大于二的效果。除了在业务层面的加持,与中交集团的合作也有助于公司在融资层面的改善。在目前宏观经济收杠杆的宏观背景下,碧水源面临一定程度融资难融资贵的挑战,不仅直接产生了较高的财务费用,而且也不利于中标项目的落地实施。回顾过去3年便可知,碧水源2017、2018以及2019年前三季度财务费用率分别为2.64%、5.81%、8.6%,财务费用率上升明显,财务费用对利润的造成了严重的侵蚀;与中交集团的合作有望带来融资层面的改善,有助于公司更好的发展运营。

✓ 股权转让价格溢价较高,体现中交集团对碧水源未来发展信心

碧水源对中国城乡的股权转让为10.18%股权对应价款为28.7亿元,即对应每股8.95元,较协议正式签订之日收盘价为7.31元/股溢价超过20%(公司当前股价7.54元/股),体现了中交集团对碧水源未来发展的信心,也将对碧水源的股价带来一定支撑。

整体而言,碧水源和中交集团的合作将有助于碧水源充分利用其与中交集团在国内外几十年来积累的资源 and 经验,为碧水源公司发展运营提供各项支持:包括国内国际市

场开拓、融资安排及支持、及从更高层面引领水处理行业发展、标准制定及技术方向引导等，对碧水源的长远发展有重大的意义。

二、碧水源 2019 三季报分析：随着历史经营风险持续得到有效消除，股权转让引入国资战略投资者落地，公司三季度经营已回正轨，项目推进顺利，业绩实现大幅度恢复性增长，费用率显著下降

1. 经营风险逐渐消化，战略投资者落地，三季度业绩快速恢复

公司近日发布 2019 年三季报，公司前三季度实现营业收入 71.1 亿元，同比增长 17.5%；实现归母净利 3.62 亿元，同比下滑 36.8%；扣非后归母净利 3.75 亿元，同比下滑 31.9%。

公司第三季度单季度实现营业收入 35.5 亿元，同比增长 61.9%，实现归母净利 3.36 亿元，同比增长 61.7%，扣非后归母净利润 3.54 亿元，同比增长 79.8%。公司 2019 年上半年持续对存量风险项目的实施节奏进行了主动的调整与管理，叠加上半年的一项工作重心在于引入战略投资者，导致公司上半年业务及业绩出现了较大下滑。

随着公司对存量项目经营风险的消化逐渐完成，以及 6 月中交集团旗下中国城乡作为战略投资者正式入驻碧水源，公司经营管理重心得以全面聚焦业务开展，公司经营回到正轨，项目密集开工，推进顺利，并在三季度实现了业绩的快速恢复。

2. 前三季度毛利率下滑，随着存量项目持续消化，新项目质量较好，订单结构优化，未来毛利率有望回升

公司前三季度毛利率为 27.0%，较上年同期 33%有所下降，预计与公司持续消化存量项目，报告期内存量生态类项目开工较多有关。

据公开调研信息，公司 2019 年以来新增项目基本均为水处理相关项目，毛利率较高，质量较优，未来随着存量项目持续消化，新增项目结构优化，公司膜设备收入占比将提升，公司毛利率有望回升。

3. 费用率下降，减值较少，减少对利润的侵蚀，未来有望持续改善

公司前三季度三项费用率为 19.2%，较上年同期 18.5%略有增加，但较今年上半年 25.0%显著下降。就单季度而言，公司三季度单季度三项费用率为 13.4%，其中，销售费用率为 1.6%，管理费用率（含研发）为 6.3%，财务费用率为 5.4%，去年第三季度销售费用率为 2.7%，管理费用率（含研发）为 8.0%，财务费用率 8.0%。费用率的下降有效减少对净利润的侵蚀，体现了公司对成本费用的把控效果提升。

公司上半年信用减值损失为 1.28 亿元，主要为应收账款减值坏账损失 1.1 亿元及其他应收款坏账损失 0.18 亿元，公司三季度未出现信用减值，一定程度上减少对净利润的侵蚀；公司上半年信用减值较高预计与公司 2019 年上半年采用更加谨慎会计原则有关，随着公司存量项目的持续消化，预计未来信用减值和收入的比重出现下行空间。

展望未来，随着中交集团的入股，公司融资安排一定程度获得中交集团的背书，融资成本有望得到降低，降低公司财务费用成本；此外，8月17日，央行发布公告，为深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，中国人民银行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，预计通过改革完善 LPR 形成机制，可以起到运用市场化改革办法推动降低贷款实际利率的效果。公司未来融资成本及财务费用成本有望降低，促进公司经营业绩改善。

表 5：碧水源 2017-2019Q3 盈利能力及各项费用率变化（%）

	毛利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	资产/信用减值损失/收入 (%)
2017	29.0	1.7	4.0	2.6	1.0
2018	29.8	2.5	6.5	5.8	3.0
2018 同比	0.9	0.8	2.5	3.2	2.0
2018H1	34.4	3.2	7.0	8.2	3.9
2019H1	28.2	3.8	9.4	11.8	3.6
2019H1 同比	-6.2	0.6	2.4	3.7	-0.3
2018Q3	32.9	3.0	7.4	8.1	2.5
2019Q3	26.9	2.7	7.9	8.6	1.8
2019Q3 同比	-5.9	-0.3	0.5	0.5	-0.7

资料来源：招商证券，公司公告

三、碧水源现金流分析：2019 年前三季度现金流超预期，收现比大幅提升，经营活动现金流净额接近去年全年水平，在手货币资金充沛，保障经营安全，为未来快速发展提供支持和空间

从现金流上看，碧水源 2019 年前三季度收现比显著提升，经营活动现金流净额达去年全年水平，经营性现金流改善明显。

碧水源 2019 年前三季度实现销售商品、提供劳务收到的现金为 87.8 亿元，同比增长 33.3%，收现比为 123.5%，远高于上年同期 108.9%及往年同期 80-90%的水平；经营活动产生的现金流量净额为 12.4 亿元，上年同期为-11.2 亿元，今年前三季度经营性净现金流已接近 2018 年全年 13.05 亿元的水平，体现了公司对回款的高度重视及对经营风险的严格把控。

公司一方面保障现金回流，另一方面严控投资支出，公司前三季度投资活动现金流出为 58.5 亿元，虽然较上年同期 48.3 亿元有所增长，但考虑到公司目前项目质量更优，投资性活动现金流出对后续收入业绩增长有一定的指引。

在现金回流改善和严控投资支出的双重保障下，公司 2019 三季度末在手货币资金为 57.5 亿元，较上年同期 50.0 亿元增加 7.5 亿元，公司资金充足，有力保障公司经营安全，并为公司未来发展提供有力支持和广阔空间。

表 6: 碧水源 2017-2019 前三季度现金流状况分析 (亿元)

	货币资金	销售商品收到的现金	占营收比重	应收账款	应收占营收比重	应付账款	应付/应收
2017	61.3	112.5	81.7%	45.8	33.3%	83	181.3%
2018	63.3	112.7	97.8%	58.8	51.1%	97	164.9%
2018 同比	3.2%	0.2%	19.7%	28.5%	53.6%	16.9%	-9.0%
2018Q3	50.0	65.9	108.9%	50.1	82.8%	76.6	152.9%
2019Q3	57.5	87.8	123.5%	62.7	88.2%	100.8	160.8%
2019Q3 同比	23.8%	33.3%	14.6%	25.2%	5.4%	31.6%	3.5%

资料来源: 招商证券, 公司公告

四、卸下包袱，重新出发；在手项目充沛，质量更优，融资到位情况更好，对全年业绩有强力支撑，三季度进入密集开工期，已看到业绩大幅恢复，全年业绩承诺达成为大概率事件，公司基本面反转的重要拐点已现。

自 2018 年以来，公司面对不利的宏观经济和政策环境，调整经营战略，主动收缩 PPP 项目，消化不良 PPP 项目，回归传统膜法水处理领域，虽然导致了收入下降及资产减值增加等不利后果，叠加今年上半年公司生产经营一定程度受引入战略投资者工作分散精力的影响，最终导致业绩的大幅下滑；与此同时，公司历史包袱已得到大幅度的清理，战略投资者引入尘埃落定，公司未来可轻装上阵，且现有项目质量较优，贷款落实程度较好，后续将进入密集开工期，公司三季度的业绩快速恢复，已验证公司经营回到正常道路上，公司三季度为全年业绩拐点，全年业绩达到和超过业绩承诺为大概率事件，对子公司提供担保、长期借款变化等迹象也已对此有所指引。

➤ 在手订单充沛，支撑业绩恢复

公司 2019 年前三季度新增 EPC 项目 85 个，金额为 78.3 亿元，公司期末在手 EPC 订单未确认收入为 153.9 亿元，公司在手订单充沛，且考虑到随着公司经营策略的调整，业务重心已回到传统膜法水处理本源业务，公司在手项目中膜法水处理类项目占比较高，此类项目嫁接公司核心膜法水处理技术及装备，毛利率较高，在项目融资到位的前提下，开工进度把控程度高，公司充沛在手订单将有力保障公司全年业绩的恢复及增长。

➤ 对子公司贷款担保

以公司发布的对子公司贷款担保公告为口径进行统计，公司 2018 年给子公司提供贷款担保金额为约 122.4 亿元（含对中兴仪器及德青源担保约 2.5 亿），2019 年 1-10 月份为约 107.8 亿元，已接近去年全年水平。据了解，公司对子公司贷款提供担保的发生多为银行对子公司项目贷款批复后的追加程序，即从对子公司贷款担保的金额和变化可从侧面反映公司项目的融资到位情况，公司今年以来对子公司贷款担保金额的快速增加，表明公司项目融资到位情况良好，为项目后续的顺利开工提供了保障。

➤ 长期借款

根据公司三季报，截止 9 月底，公司长期借款为 129.51 亿元，较 2018 年年底的 80.44 亿元大幅增加 49 亿元，考虑到长期借款的增加主要为报告期内项目公司新增项目借款

所致，即长期借款的大幅增加体现了公司项目公司融资进展到位程度较好，为后续开工提供了良好的资金保障条件。

✓ **四季度是公司业绩主要贡献期，历史业绩表明公司项目建设及管理能力的保障全年业绩承诺的兑现**

公司与中国城乡之间的股权转让协议中规定了转让方的业绩承诺及补偿方案：2019 年公司归属于母公司所有者净利润相比于前一个完整会计年度的归属于母公司所有者净利润增长率不低于 10%，2020 年公司归属于母公司所有者净利润相比于前一个完整会计年度的归属于母公司所有者净利润增长率不低于 15%，2021 年公司归属于母公司所有者净利润相比于前一个完整会计年度的归属于母公司所有者净利润增长率不低于 20%。如公司未能实现业绩承诺，转让方应于当年年报公布后 30 日内以现金方式向公司支付实际业绩与承诺业绩之间的差额部分。业绩承诺及补偿方案决定了公司主要经营者的业绩兑现的强大动力，根据业绩承诺方案及公司 2018 年的业绩基数，2019 年的承诺业绩为 13.7 亿元，公司前三季度归母净利润为 3.62 亿元，扣非后归母净利润为 3.75 亿元，三季度单季度归母净利润和扣非后归母净利润为 3.36 和 3.54 亿元，已实现大幅度恢复性增长，若达到全年承诺业绩，碧水源第四季度需实现业绩约 10 亿元。回顾碧水源历史，四季度为公司的主要开工期及利润贡献的主要时期，2016-2018 年，公司第四季度单季度业绩贡献分别为 14.06、17.68、6.71 亿元，即公司的项目建设和管理水平并不会成为实现四季度超过 10 亿的利润的制约。

整体而言，公司在手项目充沛，质量更优，且融资到位情况良好，且随着上半年对存量 PPP 项目的经营风险进一步进行消化，及国资战略投资者引入落地，公司三季度已经进入密集开工期，实现业务的恢复和业绩的回升，预计全年业绩达到及超过业绩承诺为大概率事件；三季度成为公司全年业绩恢复的重要拐点。

从更长的时间维度来看，随着中交集团和碧水源的协同效应日益增强，融资支持更明显，碧水源回归膜法水处理本源业务，所处行业也有望得到改善，今年三季度不仅为公司全年业绩恢复的重要拐点，也是公司较长一段时期内的价值回归和基本面反转的重要拐点。

五、盈利预测及投资建议

碧水源是我国领先的膜法水处理整体解决方案提供者，2016-2018 年在大势影响下发展路线有所偏离核心技术，公司自 2018 年以来对质量欠缺的 PPP 项目进行梳理和消化，目前，公司在手的 500 亿项目质量可靠，大部分已获得贷款支持，公司历史经营风险已基本消除完毕；在有效清理历史包袱的同时，公司在手项目工程施工推进顺利，公司业绩在第三季度实现快速恢复，同时保持良好现金流，公司业绩拐点已现；公司当前在手项目充沛，质量较优，融资持续改善，全年业绩有望实现大幅度恢复性增长。

未来业务发展上，公司坚定回归膜法水处理核心主业，契合我国当前环保产业将进入标准提升，提质增效的时代背景，公司凭借成熟领先的独家“MBR+DF”双膜法工艺，有望在解决我国水环境的四大问题上形成突破——华北地下水漏斗问题、海水淡化国产化及成本降低问题、高原湖泊保护问题、自来水安全升级等问题。

公司自 6 月引入中交集团作为战略投资者以来，双方合作下的已有大型项目落地，体现了双方在业务层面的良好合作效果，协同效应逐步释放，未来随着双方协同持续深化，将不仅有助于碧水源在融资和新增订单获取持续改善的同时，而且有助于碧水源市场地位及形象将进一步提升，为碧水源在膜法水深度处理道路上行稳致远、解决我国水环境问题的理想实现增添动力，助力碧水源实现更高层次的长远发展。同时，二级市场上来看，当前拟科创板环保公司中，水深度处理及膜法水处理为重要方向，未来有望形成板块效应，碧水源重回主业、并得到央企加持，业绩估值有望双提升，核心价值凸显。

整体而言，公司当前不仅站在全年维度业绩恢复的重要拐点，更是站在公司长期基本面反转和估值提升的重要拐点。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 14.0、16.5、20.0 亿元，当年 PE 估值约 17 倍，维持“强烈推荐-A”评级

六、风险提示：竞争加剧、业务延伸导致毛利率下降风险；项目进度不达预期；利率持续上升带来的财务费用率大幅提升的风险。

1、项目进度不达预期，导致业绩低于预期的风险；

公司项目大多为市政工程类项目，均为完工百分比法确认收入。但项目进度可能受到多方面因素影响，若项目进度不达预期，则业绩将有低于预期的风险。

2、PPP 政策变化的风险；

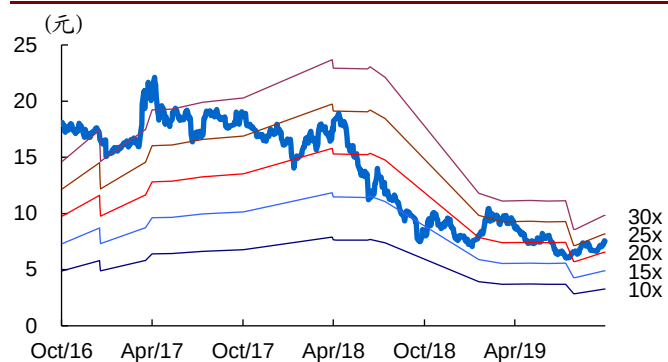
公司历史存量订单中，PPP 类项目占比较大，PPP 行业政策的变化将对公司发展构成影响。

3、利率持续上升带来的财务费用率大幅提升的风险；

若利率持续上升，公司融资成本可能提升，对应财务费用率可能大幅提升，进而影响利润兑现。

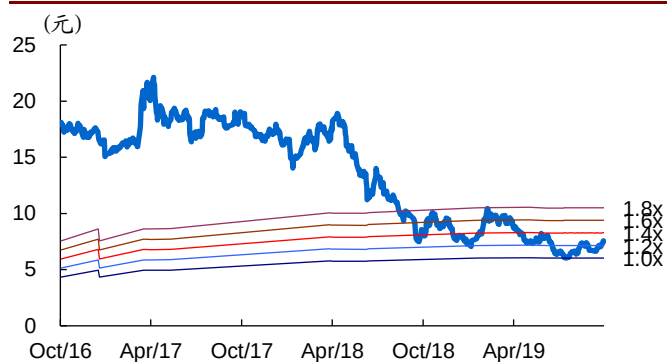
4、大盘系统性风险

图 6: 碧水源历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 碧水源历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15160	18672	22114	25899	27518
现金	6132	6331	7323	9812	10237
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	52	78	94	103	111
应收款项	4580	5884	7037	7691	8307
其它应收款	1079	944	1132	1238	1337
存货	1285	1786	2143	2294	2422
其他	2032	3649	4386	4762	5106
非流动资产	30476	38018	42769	46863	50320
长期股权投资	5010	5338	5338	5338	5338
固定资产	519	610	1023	1387	1706
无形资产	20756	26291	30634	34368	37509
其他	4191	5778	5774	5770	5767
资产总计	45637	56690	64883	72762	77839
流动负债	17090	20590	19393	20638	21692
短期借款	3925	4125	0	0	0
应付账款	8382	9928	11967	12811	13525
预收账款	447	652	785	841	888
其他	4337	5885	6640	6986	7279
长期负债	8666	14253	22253	27253	29253
长期借款	3678	8044	16044	21044	23044
其他	4988	6209	6209	6209	6209
负债合计	25756	34844	41646	47891	50945
股本	3139	3151	3151	3151	3151
资本公积金	6741	6645	6645	6645	6645
留存收益	8192	9014	10285	11776	13627
少数股东权益	1808	3037	3158	3299	3472
归属于母公司所有者权益	18073	18809	20080	21571	23422
负债及权益合计	45637	56690	64883	72762	77839

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2514	1305	3523	3397	3833
净利润	2509	1245	1397	1649	2008
折旧摊销	216	284	738	896	1034
财务费用	428	739	750	750	750
投资收益	(450)	(272)	(50)	0	0
营运资金变动	(226)	(703)	552	(53)	(143)
其它	36	12	137	155	184
投资活动现金流	(11066)	(7984)	(5450)	(5000)	(4500)
资本支出	(10019)	(6548)	(5500)	(5000)	(4500)
其他投资	(1047)	(1436)	50	0	0
筹资活动现金流	7123	6809	2919	4092	1092
借款变动	2680	6590	3795	5000	2000
普通股增加	12	11	0	0	0
资本公积增加	216	(96)	0	0	0
股利分配	(156)	(251)	(126)	(158)	(158)
其他	4371	555	(750)	(750)	(750)
现金净增加额	(1430)	130	992	2489	425

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13767	11518	13821	15107	16315
营业成本	9780	8084	9744	10431	11013
营业税金及附加	53	65	78	86	93
营业费用	231	288	346	378	408
管理费用	546	504	605	710	767
研发费用	0	245	294	347	375
财务费用	363	670	750	750	750
资产减值损失	143	349	160	150	150
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	470	304	50	0	0
营业利润	3121	1617	1894	2254	2759
营业外收入	20	22	22	22	10
营业外支出	10	9	9	9	9
利润总额	3130	1630	1907	2267	2760
所得税	539	278	390	476	580
净利润	2591	1352	1517	1791	2181
少数股东损益	82	107	120	142	173
归属于母公司净	2509	1245	1397	1649	2008

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	55%	-16%	20%	9%	8%
营业利润	41%	-48%	17%	19%	22%
净利润	36%	-50%	12%	18%	22%
获利能力					
毛利率	29.0%	29.8%	29.5%	31.0%	32.5%
净利率	18.2%	10.8%	10.1%	10.9%	12.3%
ROE	13.9%	6.6%	7.0%	7.6%	8.6%
ROIC	10.1%	5.3%	5.3%	5.2%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	56.4%	61.5%	64.2%	65.8%	65.4%
净负债比率	16.7%	21.6%	24.7%	28.9%	29.6%
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	11.4	5.3	5.0	4.7	4.7
应收帐款周转率	3.1	2.2	2.1	2.0	2.0
应付帐款周转率	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
每股资料 (元)					
EPS	0.80	0.40	0.44	0.52	0.64
每股经营现金	0.80	0.41	1.12	1.08	1.22
每股净资产	5.76	5.97	6.37	6.85	7.43
每股股利	0.08	0.04	0.05	0.05	0.05
估值比率					
PE	9.4	19.1	17.0	14.4	11.8
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.2	24.4	17.0	14.7	12.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

宋盈盈：清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。