

# 碧水源 (300070)

证券研究报告

2020年07月10日

## 业绩稳步增长，污水资源化打开长期市场空间

事件：公司发布2020年中报业绩预告，2020H1实现归属上市公司股东净利润0.99亿-1.07亿，同比增长285%-315%。

点评：

### 2019H1低基数，2020H1业绩大幅增长

2020年上半年公司实现归属上市公司股东净利润0.99亿-1.07亿元，去年同期为0.26亿，同比增长285%-315%。报告期内，尽管受到疫情影响，但公司通过加强对现有项目管理及运营等，结合与中交集团、中国城乡的协同效应进一步释放，业绩实现大幅增长。

### 中交集团入主，实控人拟变更为国务院国资委

2020年3月11日，公司股东刘振国、陈亦力、周念云与中国城乡签署了表决权委托协议，三名股东拟将其持有的公司股份合计4.24亿股（占公司总股本13.40%）所对应的表决权委托给中国城乡行使。委托协议生效后，中国城乡及其一致行动人将直接持有公司10.55%股权，并通过表决权委托的方式持有公司13.40%的表决权，合计拥有的表决权将达到23.95%。若表决权委托能够得以实施，公司控股股东、实际控制人将发生变更。

同时，中国城乡拟通过以现金37.16亿元认购公司非公开发行的股份4.81亿股，发行价格7.72元/股，发行完成后中国城乡将持有公司22.00%股份，中国城乡及其一致行动人持股比例将达到22.35%，成为公司第一大股东。本次权益变动后，中国城乡将成为公司控股股东，公司实际控制人将变更为国务院国资委。

### 商业模式向轻资产转型，污水资源化打开长期市场空间

公司持续推进对商业模式进行调整，重点加强核心膜设备产品的销售。2020年6月，发改委环资司召开污水资源化利用专家座谈会，听取污水资源化利用专家组成员和相关专家学者对推进污水资源化利用工作的意见和建议，污水资源化政策规划加快推进。我们测算污水资源化十四五期间有望打开千亿级别的市场空间，碧水源在MBR+DF双膜法污水资源化方面具有明显的技术优势，有望长期受益。

### 盈利预测与投资评级

我们预计2020-2021年可实现归母净利润16.21亿、20.16亿，对应当前股价市盈率分别为18倍、14倍，我们预计短期市场流动性宽松将继续提升公司估值水平，中长期污水资源化的潜在市场将为公司打开进一步估值空间，给予“买入”评级。

风险提示：增发进度低于预期、中交集团融合低于预期、融资成本提升、污水资源化等政策出台慢于预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,517.81	12,255.32	13,246.85	14,366.19	16,223.80
增长率(%)	(16.34)	6.40	8.09	8.45	12.93
EBITDA(百万元)	2,773.51	3,520.15	4,098.04	4,660.50	5,296.40
净利润(百万元)	1,244.52	1,380.69	1,620.61	2,016.49	2,578.33
增长率(%)	(50.41)	10.94	17.38	24.43	27.86
EPS(元/股)	0.39	0.44	0.51	0.64	0.81
市盈率(P/E)	23.44	21.13	18.00	14.47	11.32
市净率(P/B)	1.55	1.45	1.35	1.25	1.14
市销率(P/S)	2.53	2.38	2.20	2.03	1.80
EV/EBITDA	12.15	10.75	10.59	8.97	7.47

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/环保工程及服务
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.22元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,164.60
流通A股股本(百万股)	2,431.73
A股总市值(百万元)	29,177.58
流通A股市值(百万元)	22,420.51
每股净资产(元)	6.39
资产负债率(%)	66.11
一年内最高/最低(元)	11.82/5.95

### 作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
靳晓雪	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050002	
jinxiaoxue@tfzq.com	
杨阳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001	
yangyanga@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《碧水源-季报点评:疫情影响 Q1 施工进度，轻资产转型继续推进》 2020-04-29
- 2 《碧水源-年报点评报告:现金流大幅好转，各项指标指向战略转型》 2020-04-28
- 3 《碧水源-公司点评:一季度略受疫情影响，基本面拐点不改》 2020-04-09

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,331.01	6,207.77	5,298.74	5,028.17	5,678.33
应收票据及应收账款	5,962.34	6,982.34	6,632.47	6,935.60	8,386.88
预付账款	1,180.43	1,785.50	1,265.58	1,774.10	1,586.65
存货	1,785.59	2,796.31	2,136.26	2,206.12	2,376.71
其他	3,412.57	3,570.08	3,887.44	4,092.33	4,454.40
<b>流动资产合计</b>	<b>18,671.94</b>	<b>21,342.00</b>	<b>19,220.49</b>	<b>20,036.31</b>	<b>22,482.98</b>
长期股权投资	5,338.34	5,955.02	5,955.02	5,955.02	5,955.02
固定资产	610.13	695.92	829.25	859.74	845.31
在建工程	254.59	275.72	124.29	59.72	31.89
无形资产	26,359.22	32,852.89	33,691.13	33,496.03	32,784.27
其他	5,455.95	6,265.81	5,251.31	4,748.78	4,248.78
<b>非流动资产合计</b>	<b>38,018.23</b>	<b>46,045.36</b>	<b>45,850.99</b>	<b>45,119.30</b>	<b>43,865.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>56,690.17</b>	<b>67,387.36</b>	<b>65,071.48</b>	<b>65,155.61</b>	<b>66,348.25</b>
短期借款	4,125.47	2,978.94	3,062.89	8,295.34	10,356.78
应付票据及应付账款	9,928.24	11,112.99	11,618.27	12,645.62	14,669.01
其他	6,536.77	12,354.70	8,058.92	7,282.68	6,119.94
<b>流动负债合计</b>	<b>20,590.47</b>	<b>26,446.64</b>	<b>22,740.08</b>	<b>28,223.63</b>	<b>31,145.73</b>
长期借款	8,044.03	14,111.36	11,585.10	7,947.60	4,602.35
应付债券	4,805.88	0.00	4,200.00	1,000.00	500.00
其他	1,403.19	3,717.75	1,800.00	1,300.00	1,000.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>14,253.10</b>	<b>17,829.11</b>	<b>17,585.10</b>	<b>10,247.60</b>	<b>6,102.35</b>
<b>负债合计</b>	<b>34,843.57</b>	<b>44,275.75</b>	<b>40,325.18</b>	<b>38,471.23</b>	<b>37,248.08</b>
少数股东权益	3,037.49	2,976.71	3,117.63	3,341.69	3,565.89
股本	3,150.51	3,164.60	3,164.60	3,164.60	3,164.60
资本公积	6,691.87	6,723.73	6,724.12	6,724.12	6,724.12
留存收益	15,795.12	17,086.16	18,464.07	20,178.09	22,369.68
其他	(6,828.40)	(6,839.59)	(6,724.12)	(6,724.12)	(6,724.12)
<b>股东权益合计</b>	<b>21,846.59</b>	<b>23,111.61</b>	<b>24,746.30</b>	<b>26,684.38</b>	<b>29,100.16</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>56,690.17</b>	<b>67,387.36</b>	<b>65,071.48</b>	<b>65,155.61</b>	<b>66,348.25</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,351.54	1,438.95	1,620.61	2,016.49	2,578.33
折旧摊销	283.91	451.36	1,214.87	1,254.17	1,274.03
财务费用	739.23	857.50	778.59	729.97	674.70
投资损失	(272.21)	(230.48)	(150.00)	(250.00)	(350.00)
营运资金变动	(1,073.02)	782.19	(102.76)	167.24	(235.86)
其它	275.49	21.96	140.92	224.05	224.20
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,304.93</b>	<b>3,321.49</b>	<b>3,502.24</b>	<b>4,141.93</b>	<b>4,165.40</b>
资本支出	5,035.21	5,342.07	3,952.75	1,525.00	820.00
长期投资	328.24	616.68	0.00	0.00	0.00
其他	(13,347.03)	(13,364.33)	(5,837.75)	(2,300.00)	(990.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,983.58)</b>	<b>(7,405.58)</b>	<b>(1,885.00)</b>	<b>(775.00)</b>	<b>(170.00)</b>
债权融资	17,055.37	22,468.82	20,847.99	18,242.93	15,959.14
股权融资	(895.06)	(718.86)	(662.34)	(729.97)	(674.70)
其他	(9,351.43)	(17,951.00)	(22,711.91)	(21,150.46)	(18,629.68)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,808.88</b>	<b>3,798.96</b>	<b>(2,526.26)</b>	<b>(3,637.50)</b>	<b>(3,345.24)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>130.23</b>	<b>(285.13)</b>	<b>(909.03)</b>	<b>(270.57)</b>	<b>650.16</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>11,517.81</b>	<b>12,255.32</b>	<b>13,246.85</b>	<b>14,366.19</b>	<b>16,223.80</b>
营业成本	8,083.90	8,472.70	9,153.23	9,770.37	10,998.81
营业税金及附加	65.31	62.01	75.51	81.89	92.48
营业费用	288.37	291.10	331.17	351.97	381.26
管理费用	504.05	573.81	675.59	718.31	762.52
研发费用	245.17	214.09	278.18	287.32	316.36
财务费用	669.60	785.47	778.59	729.97	674.70
资产减值损失	348.72	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	272.21	230.48	150.00	250.00	350.00
其他	(576.57)	(80.40)	(300.00)	(500.00)	(700.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,617.04</b>	<b>1,706.07</b>	<b>2,104.58</b>	<b>2,676.36</b>	<b>3,347.67</b>
营业外收入	22.06	36.38	26.00	28.15	30.18
营业外支出	9.18	18.37	20.00	20.00	20.00
<b>利润总额</b>	<b>1,629.92</b>	<b>1,724.08</b>	<b>2,110.58</b>	<b>2,684.51</b>	<b>3,357.85</b>
所得税	278.39	285.12	349.04	443.96	555.31
<b>净利润</b>	<b>1,351.54</b>	<b>1,438.95</b>	<b>1,761.54</b>	<b>2,240.55</b>	<b>2,802.54</b>
少数股东损益	107.02	58.26	140.92	224.05	224.20
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,244.52</b>	<b>1,380.69</b>	<b>1,620.61</b>	<b>2,016.49</b>	<b>2,578.33</b>
每股收益(元)	0.39	0.44	0.51	0.64	0.81

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-16.34%	6.40%	8.09%	8.45%	12.93%
营业利润	-48.19%	5.51%	23.36%	27.17%	25.08%
归属于母公司净利润	-50.41%	10.94%	17.38%	24.43%	27.86%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.81%	30.87%	30.90%	31.99%	32.21%
净利率	10.81%	11.27%	12.23%	14.04%	15.89%
ROE	6.62%	6.86%	7.49%	8.64%	10.10%
ROIC	8.22%	7.45%	7.09%	7.93%	9.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.46%	65.70%	61.97%	59.05%	56.14%
净负债率	49.09%	70.36%	62.83%	49.52%	35.33%
流动比率	0.91	0.81	0.85	0.71	0.72
速动比率	0.82	0.70	0.75	0.63	0.65
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.17	1.89	1.95	2.12	2.12
存货周转率	7.50	5.35	5.37	6.62	7.08
总资产周转率	0.23	0.20	0.20	0.22	0.25
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.39	0.44	0.51	0.64	0.81
每股经营现金流	0.41	1.05	1.11	1.31	1.32
每股净资产	5.94	6.36	6.83	7.38	8.07
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.44	21.13	18.00	14.47	11.32
市净率	1.55	1.45	1.35	1.25	1.14
EV/EBITDA	12.15	10.75	10.59	8.97	7.47
EV/EBIT	13.48	12.26	15.05	12.27	9.84

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com