

公用事业

2020年08月30日

碧水源 (300070)

——国资委批复收购方案 公司正式升级国家队

报告原因：有信息公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2020年08月28日

收盘价(元)	9.58
一年内最高/最低(元)	11.82/6.44
市净率	1.5
息率(分红/股价)	0.69
流通A股市值(百万元)	23296
上证指数/深证成指	3403.81/13851.32

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年06月30日

每股净资产(元)	6.36
资产负债率%	66.86
总股本/流通A股(百万)	3165/2432
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
郑嘉伟 A0230518010002
zhengjw@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230518010002
zhengjw@swsresearch.com

联系人

郑嘉伟
(8621)23297818×7387
zhengjw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

公司收到中国城乡出具的《关于收到中国交通建设集团有限公司的通知》，中国城乡收购公司获国资委批复，国资委同意中国城乡通过认购公司非公开发行的 481,344,780 股股份等方式取得公司控股权的整体方案。

投资要点：

- **中国城乡收购获国资委批复，国资委将成公司实控人。**2019年4-6月，公司实控人文剑平、股东刘振国、陈亦力等人与中国城乡签署《股份转让协议》及补充协议，约定向中国城乡转让公司320,762,323股股份，占公司股本10.18%，中国城乡成为公司第二大股东；2020年3月11日，中国城乡与文剑平、刘振国、陈亦力及周念云签署了《合作协议》，与刘振国、陈亦力、周念云签署了《表决权委托协议》，与刘振国、陈亦力签署了《股票质押合同》，与公司签署了《股份认购合同》，8月双方相应签署《<合作协议>之补充协议》与《<表决权委托协议>之补充协议》，此次国资委批复后，上述合作协议及委托协议满足生效条件。根据协议约定，在接受表决权委托后，中国城乡在公司中拥有表决权的股份数量合计为744,949,313股，占公司总股本23.54%，成为可支配公司最大单一表决权的股东及控股股东，中交集团将成为公司的间接控股股东，国务院国资委将成为公司实际控制人。此外，根据《股份认购合同》，中国城乡拟通过现金方式认购公司非公开发行的股份481,344,780股，但该事项尚需获得公司股东大会、深交所及证监会相关审核注册批复后方可实施。
- **水环境量利齐升，坚决贯彻轻资产模式，现金流继续明显改善。**2020年上半年，公司环保整体解决方案收入25.39亿元，yoy27.47%，毛利率34.42%，同比提升10.40pct。报告期内公司坚决落实“轻资产业务回归”战略，新签合同60个全部为EPC项目，订单金额合计16.58亿。公司加强回款，减少PPP项目投资，实现经营活动现金流4.74亿元，同比大幅增长292%。受益中国城乡入股带来的协同，公司膜销售收入明显增加，膜科技公司实现营收4.38亿元，yoy262%，实现净利润1.15亿元，yoy354%。截止2020半年度公司无形资产336.81亿，比同期仅增长8.7亿，而无形资产摊销2.29亿，yoy65%，公司更多项目进入运营期，摊销比例逐渐趋于正常。
- **污水资源化加速推进，国资控股继续发挥协同效应，公司业绩有望持续增长。**2020年5、6月发改委环资司牵头两次讨论推广污水资源化，行业需求爆发有望加速。我们7月发布行业报告《掘金污水资源化千亿市场 膜工艺大有可为》，测算污水资源化设备投资空间超千亿，膜法应用占比有望提升至50-70%，公司作为膜法绝对龙头，有望率先受益。
- **维持盈利预测，维持买入评级：**国资控股后，公司向轻资产模式回归路径通畅，未来业绩持续增长确定性增强。我们维持盈利预测，不考虑增发，预计2020-2022公司实现归母净利润为16.97、20.96、23.95亿元，对应EPS分别为0.54、0.66和0.76元/股，对应PE分别为18、15和13倍，维持买入评级。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	12,255	3,254	12,580	14,228	16,001
同比增长率(%)	6.4	-8.5	2.7	13.1	12.5
归母净利润(百万元)	1,381	106	1,697	2,096	2,395
同比增长率(%)	10.9	311.3	22.9	23.5	14.3
每股收益(元/股)	0.44	0.03	0.54	0.66	0.76
毛利率(%)	30.9	33.7	32.5	33.4	32.8
ROE(%)	6.9	0.5	7.8	8.8	9.1
市盈率	22		18	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1:盈利预测表 (单位:百万元,元/股)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	5,214	8,892	13,767	11,518	12,255	12,580	14,228	16,001
其中:营业收入	5,214	8,892	13,767	11,518	12,255	12,580	14,228	16,001
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	3,744	6,944	11,116	10,205	10,399	10,569	11,710	12,977
其中:营业成本	3,066	6,101	9,780	8,084	8,473	8,495	9,477	10,744
其他类金融业务成本	-0	0	-0	0	-0	0	0	0
税金及附加	82	51	53	65	62	61	74	81
销售费用	127	147	231	288	291	302	356	384
管理费用	287	409	305	504	574	604	683	752
研发费用	0	0	241	245	214	252	285	320
财务费用	47	84	363	670	785	855	836	696
资产减值损失	-135	-151	-143	-349	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	-411	-130	-146	-207
加:其他收益	0	0	20	31	29	24	34	32
投资收益	217	264	450	272	230	317	350	317
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	1	1	1	1	1
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	1,687	2,213	3,121	1,617	1,706	2,224	2,757	3,167
加:营业外收入	10	27	20	22	36	0	0	0
减:营业外支出	2	5	10	9	18	0	0	0
四、利润总额	1,695	2,235	3,130	1,630	1,724	2,224	2,757	3,167
减:所得税	238	385	539	278	285	381	481	570
五、净利润	1,457	1,850	2,591	1,352	1,439	1,842	2,276	2,597
持续经营净利润	0	1,850	2,591	1,352	1,439	1,842	2,276	2,597
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	96	4	82	107	58	146	180	201
归属于母公司所有者的净利润	1,362	1,846	2,509	1,245	1,381	1,697	2,096.0	2,395.1
六、其他综合收益的税后净额	-116	-51	-11	-141	63	0	0	0
七、综合收益总额	1,341	1,799	2,580	1,211	1,502	1,842	2,275.7	2,597
归属于母公司所有者的综合收益总额	1,245	1,795	2,498	1,104	1,444	1,697	2,096	2,395
八、基本每股收益	1.21	0.60	0.80	0.40	0.45	0.54	0.66	0.76
全面摊薄每股收益	0.43	0.58	0.79	0.39	0.44	0.54	0.66	0.76

资料来源:Wind,申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。