

碧水源 (300070)

证券研究报告

2020年08月30日

国资委批复落地，控股股东将变更为中交集团

事件：公司公告中国城乡于2020年8月28日收到国资委批复，原则同意中国城乡通过认购公司非公开发行的4.81亿股股份等方式取得公司控股权的整体方案。

点评：

国资委批复落地，表决权委托协议已生效

8月28日，中国城乡收到国资委批复，原则同意中国城乡通过认购公司非公开发行的4.81亿股股份等方式取得公司控股权的整体方案。根据公司在2020年3月公告的表决权委托方案，中国城乡与公司股东刘振国、陈亦力及周念云签署了《表决权委托协议》，三位股东将其持有的共4.24亿股股份表决权委托给中国城乡，目前表决权委托协议已生效，中国城乡成为可支配公司最大单一表决权的股东，占公司总股本的23.95%。

董事会、监事会改组完成后，控股股东将变更为中交集团

公司原董事戴日成、刘振国、龙利民，监事哈成云辞任，中国城乡拟提名余晓雪、杜晓明、高德辉为董事候选人，李杰为监事候选人，待股东大会通过后即将生效。改组完成后，董事会9人中，中国城乡提名的董事将占公司董事会半数以上席位，中国城乡将成为碧水源控股股东，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。公司向中国城乡的增发方案，还需股东大会、交易所及证监会审核通过。

轻资产转型深化，期待中交协同效应释放

上半年公司收入增长-8.50%，归母净利润增长311.31%，聚焦EPC订单和核心膜技术膜产品销售，上半年环保整体解决方案实现收入增长和毛利率的大幅提升，收入增长27.47%、毛利率提升10.40pct；上半年新增订单16.58亿，全部为EPC类订单。上半年公司与中交集团在项目开展和内部管理上已开始进行积极合作，以核心技术为优势、以轻资产运营模式为主，集中精力做好技术创新。中长期看，污水资源化有望为公司打开膜设备销售的长期发展空间。

盈利预测与投资评级

预计2020-2021年将实现归母净利润16.21亿、20.16亿，分别同比增长17%、24%，对应当前股价PE分别为19倍、15倍，给予“买入”评级。

风险提示：增发进度慢于预期、中交集团融合低于预期、污水资源化政策出台慢于预期

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)	24.36	21.96	18.71	15.03	11.76
市净率(P/B)	1.61	1.51	1.40	1.30	1.19
市销率(P/S)	2.63	2.47	2.29	2.11	1.87
EV/EBITDA	12.15	10.75	10.87	9.21	7.69

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 9.58元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股) 3,164.60

流通A股本(百万股) 2,431.73

A股总市值(百万元) 30,316.84

流通A股市值(百万元) 23,295.93

每股净资产(元) 6.36

资产负债率(%) 66.86

一年内最高/最低(元) 11.82/6.35

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
yangyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《碧水源-半年报点评:轻资产转型深化，运营收入高增》2020-08-18
- 《碧水源-公司点评:业绩稳步增长，污水资源化打开长期市场空间》2020-07-10
- 《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

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
流动资产合计	18,671.94	21,342.00	19,220.49	20,036.31	22,482.98
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
非流动资产合计	38,018.23	46,045.36	45,850.99	45,119.30	43,865.27
资产总计	56,690.17	67,387.36	65,071.48	65,155.61	66,348.25
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
流动负债合计	20,590.47	26,446.64	22,740.08	28,223.63	31,145.73
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
非流动负债合计	14,253.10	17,829.11	17,585.10	10,247.60	6,102.35
负债合计	34,843.57	44,275.75	40,325.18	38,471.23	37,248.08
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)
股东权益合计	21,846.59	23,111.61	24,746.30	26,684.38	29,100.16
负债和股东权益总	56,690.17	67,387.36	65,071.48	65,155.61	66,348.25

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
经营活动现金流	1,304.93	3,321.49	3,502.24	4,141.93	4,165.40
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)
投资活动现金流	(7,983.58)	(7,405.58)	(1,885.00)	(775.00)	(170.00)
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)
筹资活动现金流	6,808.88	3,798.96	(2,526.26)	(3,637.50)	(3,345.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	130.23	(285.13)	(909.03)	(270.57)	650.16

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
营业收入	11,517.81	12,255.32	13,246.85	14,366.19	16,223.80
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)
营业利润	1,617.04	1,706.07	2,104.58	2,676.36	3,347.67
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
利润总额	1,629.92	1,724.08	2,110.58	2,684.51	3,357.85
所得税	278.39	285.12	349.04	443.96	555.31
净利润	1,351.54	1,438.95	1,761.54	2,240.55	2,802.54
少数股东损益	107.02	58.26	140.92	224.05	224.20
归属于母公司净利润	1,244.52	1,380.69	1,620.61	2,016.49	2,578.33
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	24.36	21.96	18.71	15.03	11.76
市净率	1.61	1.51	1.40	1.30	1.19
EV/EBITDA	12.15	10.75	10.87	9.21	7.69
EV/EBIT	13.48	12.26	15.45	12.60	10.13

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