2020 年 07 月 02 日
公司研究●证券研究报告

碧水源（300070.SZ）

公司快报

双膜治水龙头，污水资源化市场大有可为

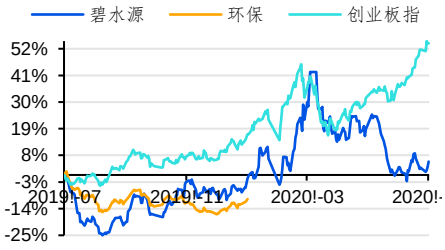
电力及公用事业 | 环保 III

投资评级	买入-A(上调)
股价(2020-07-03)	8.49 元

交易数据

总市值（百万元）	26,867.43
流通市值（百万元）	18,518.44
总股本（百万股）	3,164.60
流通股本（百万股）	2,181.21
12 个月价格区间	0.00/11.82 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.14	-39.62	-48.07
绝对收益	2.19	-9.61	6.53

分析师 雒文
SAC 执业证书编号：S0910520060001
luowen@huajinsc.cn

相关报告

碧水源：订单加速积累，业绩稳健增长 2017-08-09

碧水源：订单加速积累，三季度业绩高增 2016-10-28

投资要点

◆ **污水资源化，开辟膜法治水新空间**

近期发改委牵头污水资源化推进工作，强调以不同技术体系对接生活污水、工业废水等多种类污水，并且将在城市、园区等范围内开展试点示范。我们认为，污水资源化处理设施有望作为提升当地环境承载能力的新基建发力方向。碧水源独创的 MBR+DF 双膜净水技术，可将市政污水净化为地表 2-3 类水，且公司再生水项目经验丰富，有望在全国污水资源化建设期获得上台阶的发展。

◆ **轻资产转型，实现有质量的增长**

未来随着中交集团入股，双方在项目层面将体现更多协同性。公司将发挥自身设备技术优势，更多专注于 EPC 项目开发，重回轻资产的发展路径。公司产品技术附加值高、盈利能力强，将带动综合毛利率提升，实现有质量的增长。1Q2020 公司新增 6.4 亿元订单，全部为 EPC 项目，已体现出轻资产化发展的态势。

◆ **订单充沛，低估值治水龙头再扬帆**

1Q2020 公司在手 EPC 订单 197 个，未确认收入金额 113 亿元；在建投资订单 105 个，未完成投资额 313.05 亿元。充足的合同量，将保障公司年内业绩稳健增长。目前股价对应 2020 年估值仅 15X，存在一定估值修复空间。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.54、 0.66 和 0.71 元。净资产收益率分别为 7.4%、 8.2% 和 8.2%，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：**上半年公司工程项目开工受疫情拖累；下半年水务市场的项目招投标进度恢复程度，仍有待观察。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,518	12,255	14,035	16,533	19,177
YoY(%)	-16.3	6.4	14.5	17.8	16.0
净利润(百万元)	1,245	1,381	1,714	2,089	2,237
YoY(%)	-50.4	10.9	24.1	21.9	7.1
毛利率(%)	29.8	30.9	29.4	31.5	31.0
EPS(摊薄/元)	0.39	0.44	0.54	0.66	0.71
ROE(%)	6.2	6.2	7.4	8.2	8.2
P/E(倍)	20.9	18.9	15.2	12.5	11.6
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
净利率(%)	10.8	11.3	12.2	12.6	11.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	18672	21342	22876	27789	30326
现金	6331	6208	7018	8266	9589
应收票据及应收账款	5962	6982	7842	9621	10635
预付账款	1180	1786	1611	2390	2251
存货	1786	2796	2565	3557	3603
其他流动资产	3413	3570	3840	3956	4248
非流动资产	38018	46045	52965	60521	68292
长期投资	5338	5955	6748	7543	8336
固定资产	610	696	789	895	995
无形资产	26359	32853	38890	45539	52408
其他非流动资产	5711	6542	6539	6544	6554
资产总计	56690	67387	75841	88311	98619
流动负债	20590	26447	34591	46462	56185
短期借款	4125	2979	10983	20598	25985
应付票据及应付账款	9928	11113	13508	14606	18272
其他流动负债	6537	12355	10101	11258	11928
非流动负债	**14253**	**17829**	**16525**	**15122**	**13543**
长期借款	12850	14111	12807	11405	9826
其他非流动负债	1403	3718	3718	3718	3718
负债合计	34844	44276	51116	61584	69729
少数股东权益	3037	2977	3086	3196	3326
股本	3151	3165	3165	3165	3165
资本公积	6692	6724	6724	6724	6724
留存收益	9103	10362	11909	13776	15785
归属母公司股东权益	18809	20135	21640	23530	25564
负债和股东权益	56690	67387	75841	88311	98619

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1305	3321	4352	1767	6720
净利润	1352	1439	1823	2199	2367
折旧摊销	284	451	343	408	470
财务费用	670	785	844	1260	1524
投资损失	-272	-230	-251	-241	-246
营运资金变动	-1052	474	1593	-1859	2604
其他经营现金流	324	402	0	0	0
投资活动现金流	-7984	-7406	-7012	-7723	-7996
筹资活动现金流	6809	3799	-4534	-2411	-2789
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.44	0.54	0.66	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.05	1.38	0.56	2.12
每股净资产(最新摊薄)	5.94	6.36	6.84	7.44	8.08

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11518	12255	14035	16533	19177
营业成本	8084	8473	9914	11320	13239
营业税金及附加	65	62	71	81	99
营业费用	288	291	342	398	465
管理费用	504	574	674	794	921
研发费用	245	214	272	305	362
财务费用	670	785	844	1260	1524
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	251	241	246
营业利润	1617	1706	2189	2641	2839
营业外收入	22	36	26	26	28
营业外支出	9	18	18	18	18
利润总额	1630	1724	2197	2649	2849
所得税	278	285	374	449	481
税后利润	1352	1439	1823	2199	2367
少数股东损益	107	58	109	110	130
归属母公司净利润	1245	1381	1714	2089	2237
EBITDA	2807	3085	3591	4522	5104

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-16.3	6.4	14.5	17.8	16.0
营业利润(%)	-48.2	5.5	28.3	20.7	7.5
归属于母公司净利润(%)	-50.4	10.9	24.1	21.9	7.1
获利能力					
毛利率(%)	29.8	30.9	29.4	31.5	31.0
净利率(%)	10.8	11.3	12.2	12.6	11.7
ROE(%)	6.2	6.2	7.4	8.2	8.2
ROIC(%)	5.6	4.8	5.2	5.4	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	61.5	65.7	67.4	69.7	70.7
流动比率	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
估值比率					
P/E	20.9	18.9	15.2	12.5	11.6
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.7	15.8	14.7	13.3	12.4

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

雒文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn