

强烈推荐-A (维持)

碧水源 300070.SZ

目标估值: 9.1-10.1 元

当前股价: 7.81 元

2021 年 04 月 05 日

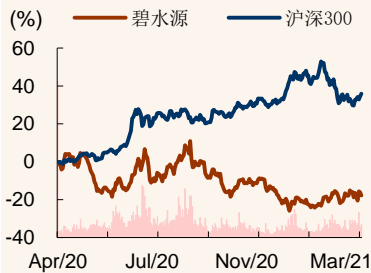
承诺变更, 增发在即, 21 年是重要的行业观察年

基础数据

上证综指	3484
总股本 (万股)	316460
已上市流通股 (万股)	246190
总市值 (亿元)	247
流通市值 (亿元)	192
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	5.5
资产负债率	65.6%
主要股东	文剑平
主要股东持股比例	15.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-11	-14
相对表现	5	-24	-52



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《碧水源 (300070) —上半年业绩高速增长, 下半年协同效应可期》2020-08-19
- 2、《碧水源 (300070) —2019 年业绩符合预期, 盈利质量明显改善》2020-04-28
- 3、《碧水源 (300070) —拟向中国城乡定增募资 37.2 亿元, 中国城乡将成控股股东, 公司进入业绩估值双提升通道》

朱纯阳

010-57601855  
zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

张晨

010-57601866  
zhangchen2@cmschina.com.cn  
S1090513100003

2020 年, 受疫情影响, 公司收入利润均同比下降, 运营服务及净水器业务收入及毛利实现逆势增长, 这两项业务的崛起对于公司长期持续增长均较为有利。现金流方面, 受疫情影响, 经营活动产生现金流量净额同比下降; 但 PPP 项目建设投资已大幅减少, 投资活动产生的现金流量净额同比增长 52%, 表明公司经营方向调整顺利。

目前, 公司定增在即, 定增完成后, 资金实力进一步增强、财务结构优化, 将有助于公司未来业务的推动发展。同时, 业绩承诺的变更也明确了公司对于自身未来发展的信心。2021 年, 污水资源化政策已落地, 后续将是观察政策具体实施状况、各地污水资源化项目推进情况的重要观察期。在政策支持、定增推动的背景下, 公司未来业绩增长的保障较大, 我们维持强烈推荐评级, 目标价 9.1-10.1 元/股。

□ 受疫情影响部分项目延期、新项目推进亦受阻, 公司 2020 年收入利润均同比下降, 但运营服务及净水器业务收入及毛利实现逆势增长。2020 年, 公司实现营业收入 96.18 亿元, 同比下降 21.5%; 实现归属净利润 11.43 亿元, 同比下降 17.2%; 扣非后归属净利润 8.5 亿元, 同比下降 38%。2020 年公司的收入下滑原因主要是受疫情影响, 公司部分已有项目施工延后, 而新项目推进进度亦有所推后, 因此收入确认减少, 未来随着疫情控制得当, 这部分在 21 年整体恢复可期。从分产品收入来看, 公司运营服务及净水器业务收入及毛利均逆势实现了增长, 其中, 运营服务收入同比增长 44%、毛利同比增长 53.5%; 净水器收入同比增长 30%, 毛利同比增长 20%。从未来发展来看, 这两项业务的崛起均有利于公司的长远发展。

表 1: 2020 年碧水源分产品收入及毛利同比变化情况

序号	分产品	2020	2019	同比
<b>营业收入 (百万元)</b>				
1	污水处理整体解决方案	4,932.35	6,559.20	-24.8%
2	运营服务	2,112.40	1,465.85	44.1%
3	城市光环境解决方案	1,522.13	2,253.39	-32.5%
4	市政工程	758.83	1,752.28	-56.7%
5	净水器	291.88	224.61	29.9%
<b>毛利 (百万元)</b>				
1	污水处理整体解决方案	1,390.31	2,217.81	-37.3%
2	运营服务	684.56	445.96	53.5%
3	城市光环境解决方案	616.03	893.32	-31.0%
4	市政工程	51.49	119.84	-57.0%
5	净水器	126.91	105.70	20.1%

资料来源: 公司公告, 招商证券

- **综合毛利率略有下降，分业务来看，运营服务、光环境业务毛利率提升。费用率来看，销售费用率下降，而管理费用率、财务费用率均有所上升，疫情期间收入受到不利影响，但各项费用仍在支出，是公司费用率上升的原因之一。**2020年，公司综合毛利率为29.8%，同比下降了1个百分点；分业务来看，光环境业务毛利率同比提升了0.8个百分点，运营服务业务毛利率同比提升了2个百分点；而环保整体解决方案业务毛利率同比下降了5.6个百分点，净水器销售毛利率同比下降了3.6个百分点，市政给排水毛利率同比下降0.05个百分点。费用率来看，2020年，公司销售费用率为1.6%，同比下降0.8个百分点；管理费用率为8.2%，同比提高1.8个百分点；研发费用率2.1%，同比提高0.3个百分点；财务费用率8.2%，同比提高1.8个百分点。受疫情影响，公司收入确认减少，但各项费用支出依旧，因此费用率有所上升。
- **现金流方面，公司收现比保持在100%以上，受疫情影响，经营活动产生现金流量净额同比下降；但PPP项目建设投资已大幅减少，公司经营方向调整顺利，投资活动产生的现金流量净额同比增长52%。**2020年，公司收现比为104%，较2019年同比下降了4.6个百分点，但仍保持在了100%以上水平。受疫情影响，公司部分项目收款及结算周期滞后，公司经营活动现金流净额同比减少17.8亿元。但是，现金流量表中积极的变化在于2020年公司投资活动产生的现金流量净额较上年增加38.5亿元，同比增长52%，主要为公司主动调整经营方向、主动减少PPP项目订单，PPP项目的建设投资减少，从投资活动现金流量净额的积极变化可以看到，公司经营方向调整正顺利推进。
- **增发顺利推进，目前已回复交易所问询，股价位于增发价格附近。**2020年3月，碧水源发布创业板增发预案，拟定增募集资金36.9亿元，在扣除发行费用后将全部用于补充流动资金及偿还有息负债，确定增发价格为7.66元/股，且公司董事会审议通过增发相关事项；2020年5月12日获得国家市场监督管理总局本次非公开发行所涉及的经营者集中反垄断审查事项通过；于2020年8月28日收到国务院国资委对整体方案的批准，并于同日收到中国城乡控股集团有限公司的通知，中国城乡通过接受表决权委托、公司董事会改组及认购非公开发行新股获得公司控制权事项的整体方案已于2020年3月18日取得中国交通建设集团有限公司批准。2020年10月，公司股东大会审议通过增发方案。2020年12月，公司定增申请获得深交所受理，并获得深交所审核首次问询，2021年1月，公司答复首次问询；2021年4月，公司正式发布问询回复公告，增发推进顺利。目前，公司股价为7.81元/股，位于增发价格附近，未来增发完成后，公司财务结构将得到优化，资金实力增强，业务发展基础增厚。
- **业绩承诺变更，彰显增长信心。**在此次年报中，公司公告业绩承诺调整方案。经股东间沟通协商一致后，同意对业绩承诺方案进行调整，其中业绩补偿方式不变，业绩承诺具体调整方式如下：下述两个业绩承诺方案，股权转让方可选择任何一项完成。
  - (1) 2019年碧水源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年碧水源归属于母公司所有者净利润不再作为业绩承诺指标单独考核；2021年碧水源归属于母公司所有者净利润相比于2019年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%；2022年碧水源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%；

若按此方案实施，公司 2021 年实现归属净利润应不低于 15.88 亿元；2022 年实现归属净利润应不低于 19.06 亿元。若按此利润承诺，公司当前市值为 247 亿元，对应 2021 年 PE 估值为 15.6 倍、对应 2022 年 PE 估值为 13.0 倍。

(2) 2019 年碧水源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 年碧水源归属于母公司所有者净利润不再作为业绩承诺指标单独考核；2020 年、2021 年碧水源归属于母公司所有者净利润的总和，不低于 2019 年完整会计年度的归属于母公司所有者净利润 2.53 倍。（注：设 2019 年碧水源归属于母公司所有者净利润为 A，2020、2021 年两年归属于母公司所有者净利润则为  $A*(1+15\%)+A*(1+15\%)(1+20\%)=2.53A$ ）”。

若按此方案实施，公司 2021 年实现归属净利润应不低于 23.9 亿元；2022 年则无业绩承诺要求。若按此利润承诺，公司当前市值为 247 亿元，对应 2021 年 PE 估值为 10.3 倍。

无论方案一或二，对于公司未来业绩增长均有承诺保证，也体现了公司对于业务发展的信心。

- **污水资源化政策落地，将带来大规模市场空间，公司双膜法污水资源化项目案例持续增加，将是我国污水资源化推进落地的重要有生力量。**2021 年 1 月 12 日，发改委等 10 部委联合发布了《关于推进污水资源化利用的指导意见》(发改环资[2021]13 号)(以下简称“指导意见”)。其中，明确提出总体目标：到 2025 年，全国污水收集效能显著提升，县城及城市污水处理能力基本满足当地经济社会发展需要，水环境敏感地区污水处理基本实现提标升级；全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到 25%以上，京津冀地区达到 35%以上；工业用水重复利用、畜禽粪污和渔业养殖尾水资源化利用水平显著提升；污水资源化利用政策体系和市场机制基本建立。到 2035 年，形成系统、安全、环保、经济的污水资源化利用格局。

污水资源化利用是指污水经无害化处理达到特定水质标准，作为再生水替代常规水资源，用于工业生产、市政杂用、居民生活、生态补水、农业灌溉、回灌地下水等，以及从污水中提取其他资源和能源，对优化供水结构、增加水资源供给、缓解供需矛盾和减少水污染、保障水生态安全具有重要意义。我们测算，随着我国污水提标改造进程的推进，若未来十年，我国城市污水处理厂逐步完成地表 IV 类水升级改造，对应投资空间为 6800 亿元，而若考虑其中 11 个严重缺水省市实现污水资源化再生回用，提高到地表 III 类水标准，则这部分缺水城市进一步对应设备投资市场约为 1319.5 亿元。同时，类似云南等环境敏感区域也逐步开始试点 III 类水项目，新水源开发的市场空间还将不止于此，污水资源化整体市场规模更大。

而从具体技术路线上来看，相比于传统深度处理工艺，膜法小空间、稳定性和高水质仍将更具有吸引力。碧水源是我国膜法水处理的龙头企业，且近年来一直在推动通过双膜法工艺实现污水资源化的进程。继公司建成我国首个“MBR-DF”双膜应用示范工程北京翠湖新水源厂后，公司陆续在云南、新疆、内蒙、山东、四川、天津、深圳等地以双膜新水源技术将出水水质进一步提升至地表水 II 类及 III 类标准，对我国市政供水领域的提标改造、满足居民高品质饮用水需求，以及推动公司为代表的国产纳滤膜技术的规模应用和产业化发展均具有重要意义，也对进一步助推国家污水资源化利用战略的实施提供重要经验。未来，公司将是我国污水资源化进程推动的重要有生力量，也将大幅受益于我国污水资源化政策的落地和推进。

- **增发在即、承诺变更，污水资源化政策逐步落地，2021 年将是重要的行业观察年，公司业绩增长保障高，维持“强烈推荐”评级。**目前，公司定增在即，定增完成后，资金实力进一步增强、财务结构优化，将有助于公司未来业务的推动发展。同时，业绩承诺的变更也明确了公司对于自身未来发展的信心。2021 年，污水资源化政策已落地，后续将是观察政策具体实施状况、各地污水资源化项目推进情况的重要观察期。在政策支持、定增推动的背景下，公司未来业绩增长的保障较大，我们预计，公司 2021-2022 年可实现归属净利润分别为 16.0、19.5 亿元，目前股价对应 2021 年 PE 估值约为 15.4 倍，维持强烈推荐评级，目标估值为 18-20 倍，对应目标市值 288-320 亿元，对应目标价 9.1-10.1 元/股。

**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；污水资源化政策落地不达预期的风险；业绩承诺未达到需要补偿的风险。**

**1，竞争加剧、业务延伸导致毛利率下降风险；**

随着公司业务向河道治理、景观生态等环保企业业务领域全方位拓展，综合毛利率可能面临下行风险，盈利能力下降，利润增长速度将慢于收入增速。

**2，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。

**3，污水资源化政策落地不达预期的风险；**

**4，业绩承诺未达到需要补偿的风险。**

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	18672	21342	23289	29529	37923
现金	6331	6208	6063	5488	9336
交易性投资	0	0	2	2	2
应收票据	78	0	0	0	0
应收款项	5884	6982	7366	10284	12238
其它应收款	944	948	2570	3598	4282
存货	1786	2796	305	410	485
其他	3649	4408	6982	9745	11580
<b>非流动资产</b>	38018	46045	45650	42577	39813
长期股权投资	5338	5955	5520	5520	5520
固定资产	610	696	681	668	657
无形资产	27166	33665	30431	27388	24649
其他	4904	5729	9017	9000	8987
<b>资产总计</b>	<b>56690</b>	<b>67387</b>	<b>68938</b>	<b>72105</b>	<b>77736</b>
<b>流动负债</b>	20590	26447	23544	25204	29270
短期借款	4125	2979	4212	0	0
应付账款	9928	11113	10001	13802	16305
预收账款	652	971	753	1039	1228
其他	5885	11384	8578	10364	11737
<b>长期负债</b>	14253	17829	21689	21689	21689
长期借款	8044	14111	16905	16905	16905
其他	6209	3718	4784	4784	4784
<b>负债合计</b>	<b>34844</b>	<b>44276</b>	<b>45233</b>	<b>46893</b>	<b>50959</b>
股本	3151	3165	3165	3165	3165
资本公积金	6645	6631	6220	6220	6220
留存收益	9014	10339	11346	12773	14241
少数股东权益	3037	2977	2975	3054	3151
归属于母公司所有者权益	18809	20135	20731	22158	23627
<b>负债及权益合计</b>	<b>56690</b>	<b>67387</b>	<b>68938</b>	<b>72105</b>	<b>77736</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1305	3321	1545	4710	5034
净利润	1245	1381	1143	1599	1948
折旧摊销	284	451	622	3163	2853
财务费用	739	858	1177	855	991
投资收益	(272)	(230)	(275)	(342)	(374)
营运资金变动	(703)	884	(1118)	(654)	(488)
其它	12	(21)	(4)	90	104
<b>投资活动现金流</b>	(7984)	(7406)	(3553)	253	284
资本支出	(6548)	(7601)	(4007)	(90)	(90)
其他投资	(1436)	196	453	342	374
<b>筹资活动现金流</b>	6809	3799	2037	(5539)	(1471)
借款变动	6620	7198	2343	(4512)	0
普通股增加	11	14	0	0	0
资本公积增加	(96)	(14)	(410)	0	0
股利分配	(282)	(123)	(171)	(171)	(480)
其他	555	(3276)	275	(855)	(991)
<b>现金净增加额</b>	130	(285)	29	(575)	3848

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	11518	12255	9618	13465	16023
营业成本	8084	8473	6748	9313	11002
营业税金及附加	65	62	76	106	126
营业费用	288	291	151	211	251
管理费用	504	574	590	827	984
研发费用	245	214	199	278	331
财务费用	670	785	791	855	991
资产减值损失	(349)	(411)	(156)	(202)	(243)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	31	29	29	29	29
投资收益	273	232	273	313	345
<b>营业利润</b>	1617	1706	1208	2016	2468
营业外收入	22	36	242	36	36
营业外支出	9	18	9	18	18
<b>利润总额</b>	1630	1724	1441	2034	2487
所得税	278	285	241	355	442
少数股东损益	107	58	57	79	97
<b>归属于母公司净利润</b>	1245	1381	1143	1599	1948

主要财务比率

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-16%	6%	-22%	40%	19%
营业利润	-53%	6%	-29%	67%	22%
净利润	-55%	11%	-17%	40%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.8%	30.9%	29.8%	30.8%	31.3%
净利率	10.8%	11.3%	11.9%	11.9%	12.2%
ROE	6.6%	6.9%	5.5%	7.2%	8.2%
ROIC	5.3%	4.4%	3.5%	5.4%	6.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.5%	65.7%	65.6%	65.0%	65.6%
净负债比率	21.6%	33.3%	31.1%	23.4%	21.7%
流动比率	0.9	0.8	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.7	1.0	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
存货周转率	5.3	3.7	4.4	26.0	24.6
应收帐款周转率	2.2	1.9	1.3	1.5	1.4
应付帐款周转率	0.9	0.8	0.6	0.8	0.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.40	0.44	0.36	0.51	0.62
每股经营现金	0.41	1.05	0.49	1.49	1.59
每股净资产	5.97	6.36	6.55	7.00	7.47
每股股利	0.04	0.07	0.05	0.15	0.18
<b>估值比率</b>					
PE	19.8	17.9	21.6	15.5	12.7
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	27.1	24.8	30.4	10.6	10.1

## 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，现为招商证券环保行业分析师。

**团队荣誉：**中国证券业协会 2020 投研人才培养讲师；《金牛奖》2020 年环保行业最佳分析师第三名，2019 年第二名；《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

## 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。