

碧水源 (300070)

环保工程及服务/公用事业

发布时间: 2021-04-17

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

首次覆盖

协同效应再结硕果，水处理巨头前景可期

市场开拓进展喜人，协同效应成效显著。继 2021 年 3 月公司与第二大股东中交集团中国城乡等组成的联合体中标总投资额超 20.47 亿的河北霸州（北区）项目后，于近日再次中标总投资额超 14.47 亿的河北霸州（南区）项目，实现霸州全市污水处理设施全覆盖。项目范围包含 15 个乡镇、383 个村街，项目内容包含城镇污水处理厂、坑塘生态修复等一系列工程，并将采用公司自主研发的污水处理设备。自公司在 2019 年成为中交集团中国城乡水务板块骨干力量后，双方充分发挥联合协同效应，已在黑龙江、河北、山西、山东、湖北、海南等地区斩获 16 大水处理项目，总投资额超 236 亿元。未来，随着公司与中国城乡在战略合作、市场开拓等方面的协同效应进一步释放，预计公司核心膜产品销售和水处理量提升将带动营收实现较快增长。

新冠疫情对业绩影响较为明显，业绩承诺调整彰显公司发展信心。受新冠疫情不利影响，2020 年公司实现营收 96.18 亿元，同比减少 21.52%；归母净利润 11.43 亿元，同比减少 17.20%。公司于 2021 年 3 月 31 日发布公司年报的同时发布业绩承诺调整公告，调整了对股东的业绩承诺，提出两个完成方案：①2021 年公司归母净利润较 2019 年增长不低于 15%；2022 年归母净利润较 2021 年增长不低于 20%；②2021 年、2022 年归母净利润总和不低于 2019 年归母净利润的 2.53 倍。整体来看，业绩承诺调整并没有对公司的业绩增长预期进行下调，表明公司已基本摆脱 2020 年疫情影响，对未来 2 年的发展前景抱有信心。

净水器业务与膜业务具备协同效应，有望带动膜产品销量增长。公司净水业务使用自主研发的膜和滤芯技术，换膜周期短于工程应用。2020 年公司净水器销售业务营收 2.92 亿元，占总营收比重 3.03%，同比增长 29.95%，是去年唯一实现正增长的业务。公司目前在净水器市场处于快速发展阶段，未来有望带动更多膜产品销售。

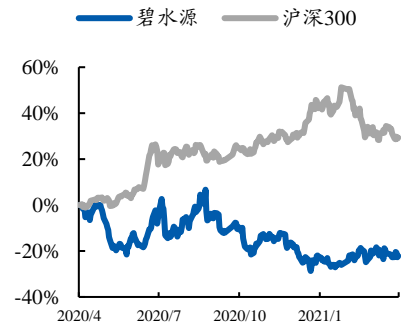
盈利预测：预计 2021-2023 年公司营业收入为 126.07/143.61/162.20 亿元，归母净利润为 15.99/20.16/24.82 亿元，EPS 为 0.51/0.64/0.78 元，对应 PE 为 15.24/12.09/9.82 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，业务拓展不及预期

股票数据 2021/04/16

6 个月目标价 (元)	10.31
收盘价 (元)	7.70
12 个月股价区间 (元)	7.05~10.55
总市值 (百万元)	24,367.39
总股本 (百万股)	3,165
A 股 (百万股)	3,165
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	21

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	0%	-22%
相对收益	-1%	9%	-53%

相关报告

- 《单项冠军示范企业，环保助力厚积薄发》
--20210413
- 《“碳中和”推升节能需求，海内外市场共同发力》
--20210408
- 《固废处理产能快速增长，氢气销售表现亮眼》
--20210331
- 《业绩持续高增长，多项指标创新高》
--20210331

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002
0755-33975865 wangxiaoy@nesc.cn

研究助理: 岳挺

执业证书编号: S0550120110024
0755-33975865 yueting@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,255	9,618	12,607	14,361	16,220
(+/-)%	6.40%	-21.52%	31.08%	13.92%	12.94%
归属母公司净利润	1,381	1,143	1,599	2,016	2,482
(+/-)%	10.94%	-17.20%	39.90%	26.03%	23.15%
每股收益 (元)	0.44	0.36	0.51	0.64	0.78
市盈率	17.42	21.18	15.24	12.09	9.82
市净率	1.19	1.17	1.10	1.01	0.92
净资产收益率 (%)	6.86%	5.51%	7.19%	8.34%	9.34%
股息收益率 (%)	0.86%	0.71%	0.71%	0.78%	0.82%
总股本 (百万股)	3,165	3,165	3,165	3,165	3,165

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,063	6,125	6,256	6,387
交易性金融资产	2	2	2	2
应收款项	7,366	7,771	8,066	8,354
存货	305	482	633	778
其他流动资产	9,552	9,637	9,693	9,790
流动资产合计	23,289	24,017	24,651	25,311
可供出售金融资产				
长期投资净额	5,520	5,520	5,520	5,520
固定资产	681	756	836	922
无形资产	29,561	29,861	30,061	30,161
商誉	812	812	812	812
非流动资产合计	45,650	47,134	48,552	49,878
资产总计	68,938	71,152	73,202	75,188
短期借款	4,212	5,263	6,210	7,086
应付款项	10,001	9,713	8,505	6,469
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	300	200	200	200
流动负债合计	23,544	23,859	23,581	22,785
长期借款	16,905	16,905	16,905	16,905
其他长期负债	4,784	5,105	5,444	5,774
长期负债合计	21,689	22,009	22,349	22,678
负债合计	45,233	45,868	45,930	45,463
归属于母公司股东权益合计	20,731	22,249	24,175	26,564
少数股东权益	2,975	3,035	3,097	3,161
负债和股东权益总计	68,938	71,152	73,202	75,188

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,618	12,607	14,361	16,220
营业成本	6,748	8,797	10,047	11,352
营业税金及附加	76	82	89	94
资产减值损失	-4	0	0	0
销售费用	151	189	214	240
管理费用	590	630	661	681
财务费用	791	947	975	1,001
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	275	277	279	281
营业利润	1,208	1,935	2,370	2,851
营业外收支净额	233	17	18	19
利润总额	1,441	1,952	2,388	2,870
所得税	241	293	311	324
净利润	1,200	1,659	2,078	2,546
归属于母公司净利润	1,143	1,599	2,016	2,482
少数股东损益	57	60	62	64

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,200	1,659	2,078	2,546
资产减值准备	156	0	0	0
折旧及摊销	622	700	800	900
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1,177	1,038	1,068	1,095
投资损失	-275	-277	-279	-281
运营资本变动	-1,277	-1,303	-1,726	-2,202
其他	-57	-30	-40	-31
经营活动净现金流量	1,545	1,787	1,901	2,028
投资活动净现金流量	-3,553	-1,803	-1,819	-1,829
融资活动净现金流量	2,037	78	49	-68
企业自由现金流	1,032	3,297	4,270	5,334

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	0.36	0.51	0.64	0.78
每股净资产 (元)	6.55	7.03	7.64	8.39
每股经营性现金流量	0.49	0.56	0.60	0.64
成长性指标				
营业收入增长率	-21.5%	31.1%	13.9%	12.9%
净利润增长率	-17.2%	39.9%	26.0%	23.2%
盈利能力指标				
毛利率	29.8%	30.2%	30.0%	30.0%
净利润率	11.9%	12.7%	14.0%	15.3%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	279.54	225.00	205.00	188.00
存货周转率 (次)	16.50	20.00	23.00	25.00
偿债能力指标				
资产负债率	65.6%	64.5%	62.7%	60.5%
流动比率	0.99	1.01	1.05	1.11
速动比率	0.79	0.78	0.79	0.82
费用率指标				
销售费用率	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用率	6.1%	5.0%	4.6%	4.2%
财务费用率	8.2%	7.5%	6.8%	6.2%
分红指标				
分红比例	15.3%	10.9%	9.4%	8.0%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
估值指标				
P/E (倍)	21.18	15.24	12.09	9.82
P/B (倍)	1.17	1.10	1.01	0.92
P/S (倍)	2.53	1.93	1.70	1.50
净资产收益率	5.5%	7.2%	8.3%	9.3%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

王小勇：重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有13年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

岳挺：美国宾夕法尼亚大学 PhD，清华大学能源与动力工程本科，CFA 持证人，现任东北证券电力环保组组长。曾任工业和信息化部中国电子信息产业发展研究院研究员。具有法律职业资格，享受深圳市海外高层次人才（孔雀计划）奖励补贴。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn