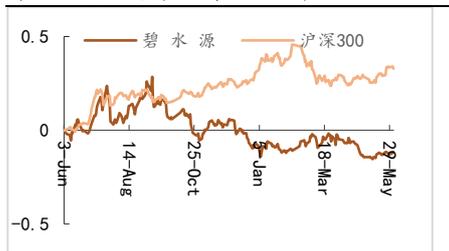


**评级： 买入**

 邹序元  
 首席分析师  
 SAC 执证编号：S0110520090002  
 zouxuyuan@sczq.com.cn  
 电话：86-10-5651 1867

**市场指数走势（最近1年）**


资料来源：聚源数据

**公司基本数据**

最新收盘价（元）	7.25
一年内最高/最低价（元）	10.74/6.84
市盈率（当前）	20.82
市净率（当前）	1.10
总股本（亿股）	31.65
总市值（亿元）	229.43

资料来源：聚源数据

**相关研究**
**核心观点**

- **膜法污水处理技术龙头，技术创新优势明显。**公司经过多年的技术研发与创新积累，在膜技术应用用于水处理的工艺技术、膜组器设备技术和膜材料制造技术三大关键领域取得重大突破，全面拥有核心技术与自主知识产权，并成功地投入了大规模生产与应用，关键性的核心技术处于行业领先水平。公司是世界上少数可大规模生产 PVDF 带衬增强型中空纤维膜的公司之一，且产量居国际前列；同时，公司可以将污水通过自主创新的“MBR-DF”技术直接处理为地表水 II 类或 III 类的高品质再生水，是国内唯一拥有该技术并完成大规模工程应用的高科技企业。
- **支持政策加快落地，污水资源化市场空间广阔。**我国水污染治理水平还较为落后，治理任务仍相当艰巨，加快水污染治理的需求依然十分迫切，污水处理与污水资源化市场巨大。2015 年以来，国家相继发布《水污染防治行动计划》、《长江保护法》、《排污许可管理条例》等政策文件，2021 年 1 月 12 日，发改委等 10 部委联合发布《关于推进污水资源化利用的指导意见》，明确提出到 2025 年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。未来污水资源化市场空间广阔。
- **主动压缩投资规模，着力发展运营业务。**受疫情影响，公司 2020 年收入及利润均下降，同比变动分别为-21.52%/-17.2%。虽然业绩表现不佳，但是公司在经营方面进行积极调整，主动压缩 PPP 项目投资规模，减少工程类业务订单，聚焦膜技术设备与运营服务。2020 年年报中运营与设备业务成果已初步体现，收入增速分别达到 44.11%/29.95%。
- **中交控股增进协同，定增助力后期发展。**随着中交集团全资子公司中国城乡成为公司控股股东，中交集团成为公司的间接控股股东，双方在战略协同、市场开拓、体制机制等方面的协同效应都得到了进一步的释放。目前碧水源向中交的定向增发方案已完成第二轮意见反馈，增发完成后，公司在资金实力、业务获取以及融资便利方面将进一步获得中交集团支持，助力公司未来发展。
- **盈利预测与投资评级：**预测 2021-2023 年，公司营收分别为 128.4/ 150.6/ 173.8 亿元，同比增长 33.5%/17.3%/15.4%；归母净利润分别为 15.8/ 19.3/ 23.0 亿元，同比增速分别为 38.4%/22.1%/19.1%；EPS 分别为 0.50/0.61/0.73 元/股。以今日收盘价计算 PE 分别为 14.5/11.9/10.0 倍，首次覆盖给予公司**买入**评级。
- **风险提示：**污水资源化政策落地不达预期；与中交集团协同效应不达预期；竞争加剧等导致公司毛利降低；项目进度不达预期等。

**盈利预测**

	2020A	2021E	2021E	2023E
营收（亿元）	96.2	128.4	150.6	173.8
营收增速（%）	-21.5	33.5	17.3	15.4
净利润（亿元）	11.4	15.8	19.3	23.0
净利润增速（%）	(17.2)	38.4	22.1	19.1

EPS(元/股)	0.36	0.50	0.61	0.73
PE	20.1	14.5	11.9	10.0

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	23289	28936	32923	37069	经营活动现金流	1545	2563	3360	3617
现金	6063	6000	6000	6000	净利润	1143	1583	1932	2302
应收账款	7366	9807	11503	13275	折旧摊销	622	880	908	935
其它应收款	2570	3431	4025	4644	财务费用	1177	798	816	806
预付账款	1468	1941	2293	2646	投资损失	-275	-302	-302	-302
存货	305	393	464	536	营运资金变动	-1118	-484	-97	-245
其他	5514	7362	8635	9965	其它	-61	9	6	7
非流动资产	45650	46870	48063	49228	投资活动现金流	-3553	-1799	-1799	-1799
长期投资	5520	5520	5520	5520	资本支出	-4007	-2100	-2100	-2100
固定资产	681	678	676	674	长期投资	414	0	0	0
无形资产	30431	31670	32879	34057	其他	39	301	301	301
其他	7669	7669	7669	7669	筹资活动现金流	2037	-827	-1561	-1818
资产总计	68938	75805	80985	86297	短期借款	4212	6066	5796	5363
流动负债	23544	30333	33959	37434	长期借款	-2285	-300	0	0
短期借款	4212	6066	5796	5363	其他	-926	-1582	-475	-580
应付账款	9800	12958	15309	17667	现金净增加额	29	-63	0	0
其他	5487	7256	8572	9892					
非流动负债	21689	21689	21689	21689	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	16905	16905	16905	16905	成长能力				
其他	130	130	130	130	营业收入	-21.5%	33.5%	17.3%	15.4%
负债合计	45233	52021	55648	59123	营业利润	-29.2%	65.4%	17.8%	19.9%
少数股东权益	2975	3053	3149	3263	归属母公司净利润	-17.2%	38.4%	22.1%	19.1%
归属母公司股东权益	20731	20731	22188	23911	获利能力				
其他	130	130	130	130	毛利率	29.8%	30.5%	30.0%	30.0%
负债和股东权益	68938	75805	80985	86297	净利率	11.9%	12.3%	12.8%	13.2%
					ROE	5.5%	7.6%	8.7%	9.6%
					ROIC	3.5%	4.7%	5.5%	6.1%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	偿债能力				
营业收入	9618	12839	15061	17380	资产负债率	65.6%	68.6%	68.7%	68.5%
营业成本	6748	8923	10542	12166	净负债比率	31.1%	30.3%	28.0%	25.8%
营业税金及附加	76	101	118	137	流动比率	0.99	0.95	0.97	0.99
营业费用	151	205	241	278	速动比率	0.98	0.94	0.96	0.98
研发费用	199	270	316	365	营运能力				
管理费用	590	745	874	1008	总资产周转率	0.14	0.17	0.19	0.20
财务费用	791	798	816	806	应收账款周转率	1.34	1.50	1.41	1.40
资产减值损失	-156	-100	-100	-100	应付账款周转率	0.64	0.77	0.73	0.72
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	302	302	302	302	每股收益	0.36	0.50	0.61	0.73
营业利润	1208	1999	2354	2822	每股经营现金	0.49	0.81	1.06	1.14
营业外收入	242	36	36	36	每股净资产	6.55	6.55	7.01	7.56
营业外支出	9	9	9	9	估值比率				
利润总额	1441	2026	2382	2849	P/E	20.1	14.5	11.9	10.0
所得税	241	365	354	433	P/B	1.11	1.11	1.04	0.96
净利润	1200	1661	2028	2416					
少数股东损益	57	78	96	114					
归属母公司净利润	1143	1583	1932	2302					
EBITDA	2104	3677	4078	4563					
EPS (元)	0.36	0.50	0.61	0.73					

## 分析师简介

邹序元，分析师，英国埃克塞特大学金融与投资专业硕士，10年证券研究经验，5年证券投资经验。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现