

协同效应成果初现，水处理龙头迎来业绩拐点

核心观点：

1. 事件

公司发布 2019 三季报，第三季度实现营业收入 35.54 亿元，同比增长 61.94%，实现归母净利润 3.36 亿元，同比增长 61.66%，实现扣非归母净利润 3.54 亿元，同比增长 79.82%。第三季度实现业绩大幅增长。

2. 我们的分析与判断

现金流大幅好转，经营稳定性有保障。2019 前三季度公司期间费用率为 19.18%，同比增加 0.71pct，其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别为 2.70/7.86/8.62%，同比变动 -0.33/0.50/0.53pct。管理费用主要是职工薪酬，特别是北京良业管理费用增加所致；财务费用的增加是报告期内项目贷款增加所致。2019 前三季度公司经营活动现金流净额 12.38 亿，同比大幅增长 210.67%，报告期内公司严格控制风险，加大收款并加强应收账款专项清理，优异的现金流保障公司经营稳定。

中交集团入股碧水源，协同效应成果初现。今年六月，碧水源获得中交集团全资子公司中国城乡的资本入股，正式纳入中交集团环境产业集群。中国城乡的入股有助于碧水源调整和优化商业模式，发挥 MBR 等膜产品及设备的供货、运营和技术咨询服务方面的优势，与中交集团在融资、工程建设及项目资源上的优势进行协同，抓住我国生态环境建设的机遇期，实现碧水源核心膜产品的全面推广和应用和销售业务突破。今年 10 月，碧水源与中国城乡等公司组成的联合体，中标了“黑龙江省哈尔滨市城镇污水处理项目二标段”。该项目将全部采用碧水源自主研发的 MBR 技术，日处理规模达 27.5 万吨，项目落成后，预计在特许经营期内将通过污水处理服务费获得超过 51 亿元的稳定企业营收。这次中标项目正是双方充分发挥协同效应、资源优势互补的成果之一，预计中国城乡后续将为碧水源带来可观的新增订单和持续性的稳定盈利。

拆分良业环境赴港上市，促进公司战略升级。良业环境是碧水源下属从事照明工程施工以及与之相关的设计、运营、维护、照明产品销售业务的控股子公司，其凭借创新的商业模式成为景观照明行业的龙头。2018 年，良业环境实现净利润约 4.7 亿元人民币，约占碧水源同期净利润 37.8%，是公司重要的业务板块。此次赴港上市，良业环境将进一步快速发展，其收入和利润将同步反映到公司的会计报表中，也有助于提升公司的整体财务表现。并且良业环境的境外上市将会促进公司战略升级，进一步巩固公司的核心竞争力和持续发展能力。

碧水源 (300070.SZ)

推荐 调高评级

分析师

周然

☎: (8610) 66568494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518020001

特此鸣谢

严明

☎: 010-86359368

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

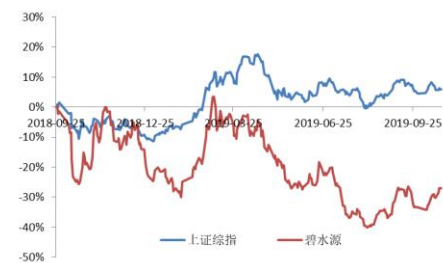
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2019-10-23

A 股收盘价(元)	7.36
A 股一年内最高价(元)	10.72
A 股一年内最低价(元)	5.95
上证指数	2941.62
市盈率	25.73
总股本(万股)	316459.66
实际流通 A 股(万股)	218120.59
限售的流通 A 股(万股)	98339.07
流通 A 股市值(亿元)	160.54

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

在手订单充足，业绩增长有保障。截至 2019 年三季度末，公司新增 EPC 类订单 85 个，投资金额 78.4 亿元；新增 PPP 类订单 8 个，投资金额 13.3 亿元。报告期末在手 EPC 类订单 187 个，未确认收入 153.8 亿元；处于施工期的 PPP 类订单 126 个，未完成投资金额 345.9 亿元；处于运营期的 PPP 类订单共 47 个，运营收入 8.17 亿元。随着公司在手项目推进，未来将有项目不断投入运营，公司未来业绩增长确定性较高。

3. 投资建议

碧水源是我国环保领域拥有自主知识产权的创新型高科技企业，在膜技术领域已达到全球第一梯队的水准，而中国城乡的入股更是为公司发展提供多方位的保障。充足的在手订单以及丰富的运营经验保障未来业绩增长。我们预计公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 0.42 元、0.50 元、0.63 元，对应 PE 为 17.5X、14.7X、11.6X。调高至“推荐”评级。

4. 风险提示

市场竞争加剧的风险，项目推进速度不及预期的风险，公司经营发生合规问题的风险，水处理行业相关政策变化的风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

周然，电力等公用事业兼新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn