

业绩符合预期，“污水资源化”政策有望进一步提升公司市场份额

——2020年半年报点评

核心观点：

一、事件

碧水源发布2020半年报：2020上半年公司实现营业收入32.54亿元，同比减少8.50%；扣非归母净利润0.90亿元，同比增长329.87%。

二、我们的分析与判断

(一) 疫情影响有限，现金流情况持续向好

报告期内，上半年营业收入同比减少8.5%，主要是受新冠病毒疫情的影响，公司部分重要参控股子公司经营业绩较同期有所下降，同时该期间环保行业相关新项目的延缓推出。上半年公司经营活动现金流大幅增长291.75%，一方面是由于新冠肺炎疫情影响，导致工程进度滞后、对外付款减少；另一方面，公司主动调整经营方向，EPC订单及核心技术膜产品销售增加，收款能力及金额有所加强。

(二) 业务协同见成效，充足订单保障未来业绩增长

公司与中交集团在项目开展和内部管理上积极合作，通过抓实国家发展生态文明建设的机遇，结合“一带一路”发展规划，公司以核心技术为优势，通过进一步调整业务结构，以轻资产运营模式为主，双方战略协同效应逐渐释放。报告期内，公司新增EPC订单60个，订单总金额为16.58亿元；确认收入订单134个，总金额为26.94亿元，期末在手订单235个，未确认收入金额110.3亿元。本期无新增BOT订单，处于施工期订单90个，确认收入2.62亿元；处于运营期订单74个，确认运营收入7.59亿元。充足的在手订单保障公司未来业绩增长。

(三) “污水资源化”有望提升公司市场份额

我国本身属于资源型缺水国家，但长期以来由于重经济发展而忽视环境的问题，导致全国河流、湖泊水库和地下水污染严重，因而造成了水质性缺水与资源性缺水相互叠加，尤其是华北和沿海经济发达地区更为严重，提高污水排放标准及加强污水的再生利用成为补充区域水资源的重要手段。出水标准高、经济可行、维护便利的膜法水处理技术在净化污水、保证水生态安全的同时，还能有效的解决水资源短缺问题，完全契合当下所需。碧水源作为国内膜法水处理的龙头企业，具有领先的膜设备制造能力和丰富的运营维护经验，在“污水资源化”概念加持下有望进一步提升市场份额。

碧水源 (300070.SZ)

推荐 维持评级

分析师

严明

✉: 010-86359368

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130520070002

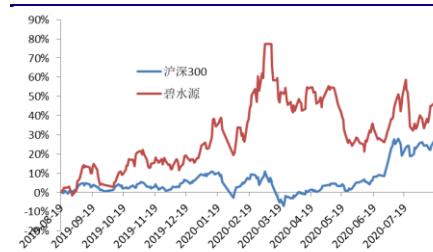
市场数据

2020-08-19

A股收盘价(元)	9.13
A股一年内最高价(元)	11.82
A股一年内最低价(元)	6.14
沪深300	4740.68
市盈率	19.78
总股本(万股)	316,459.66
实际流通A股(万股)	243,172.59
限售的流通A股(万股)	73,287.07
流通A股市值(亿元)	222.02

相对沪深300表现图

2020-08-19



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、投资建议

公司上半年受新冠肺炎疫情影响导致收入有所下滑，随着后续复工复产，公司全年业绩有望快速回升。中交集团入股后公司积极进行战略调整，向以 EPC 为主轻资产的业务模式转型，整体指标明显改善。公司作为国内膜法水处理的龙头在“污水资源化”概念加持下有望进一步提升市场份额。我们预计公司 2020、2021、2022 年归属于上市公司股东的净利润分别为 17.86/21.59/26.86 亿元，同比增长 31.28%/20.90%/24.41%，对应 EPS 分别为 0.56/0.68/0.85 元/股，对应 PE 分别为 16.39x/13.56x/10.90x，给予推荐评级。

四、风险提示

政策力度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；项目推进速度不及预期的风险。

附录：

1. 盈利预测

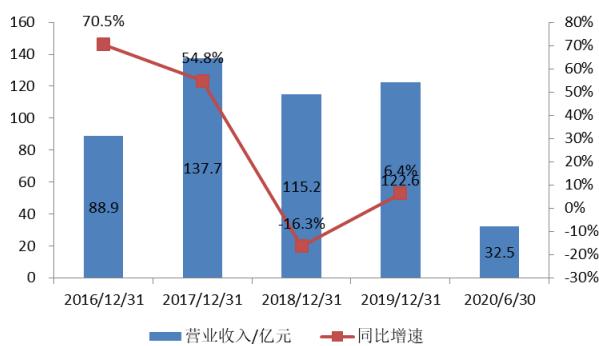
表 1. 盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入/百万元	11,517.81	12,255.32	13,462.88	14,790.84	16,251.23
营业收入增长率	-16.34%	6.40%	9.85%	9.86%	9.87%
归母净利润/百万元	1,223.35	1,360.47	1,786.04	2,159.38	2,686.46
归母净利润增长率	-51.00%	11.21%	31.28%	20.90%	24.41%
毛利率	29.81%	30.87%	30.34%	29.40%	29.38%
EPS	0.39	0.43	0.56	0.68	0.85
P/E	23.93	21.52	16.39	13.56	10.90

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 公司整体经营运行情况

图 1. 2016-2020 上半年碧水源营业收入情况



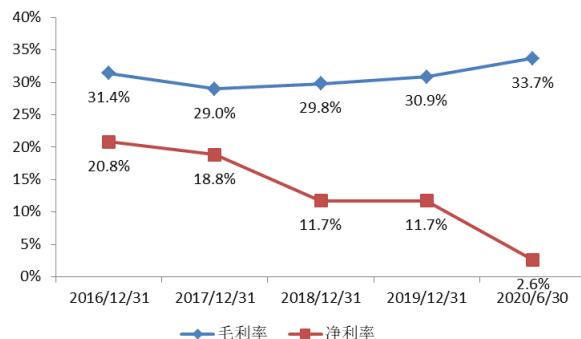
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2. 2016-2020 上半年碧水源归母净利润情况



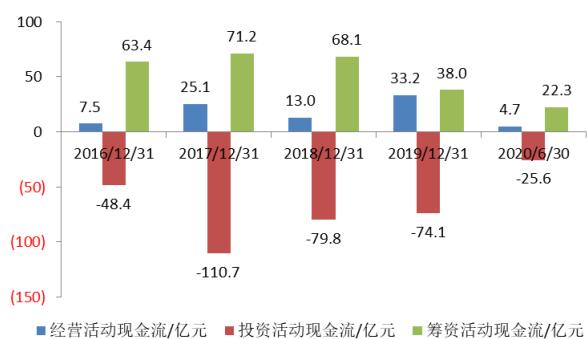
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3. 2016-2020 上半年碧水源毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5. 2016-2020 上半年碧水源现金流情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

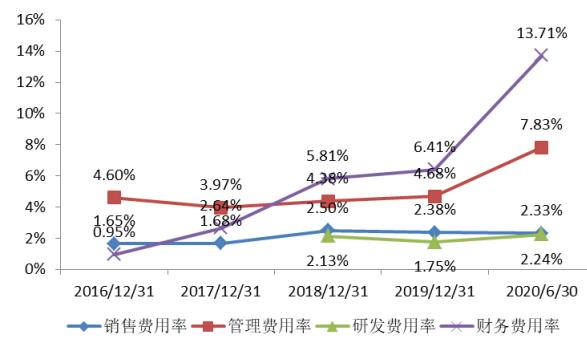
3. 报告期内公司节能环保订单新增及执行情况

表 2. 报告期内节能环保工程类订单新增及执行情况

业务类型	新增订单						确认收入订单		期末在手订单	
	数量	金额/万元	已签订合同		尚未签订合同		数量	确认收入金额/万元	数量	未确认收入金额/万元
			数量	金额/万元	数量	金额/万元				
EPC	60	165,807	56	148,713	4	17,094	134	269,384.56	235	1,103,038.14
合计	60	165,807	56	148,713	4	17,094	134	269,384.56	235	1,103,038.14

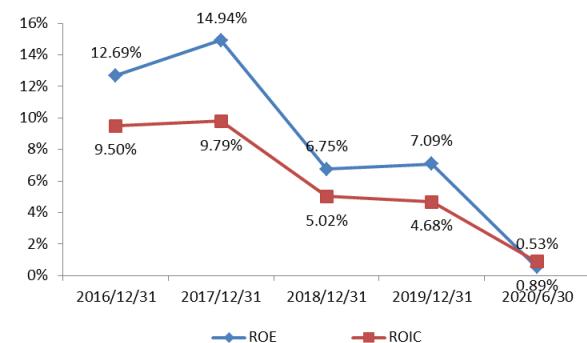
资料来源: 碧水源半年报, 中国银河证券研究院

图 4. 2016-2020 上半年碧水源费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 2016-2020 上半年碧水源 ROE 和 ROIC



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3. 报告期内节能环保特许经营类订单新增及执行情况

业务类型	新增订单				尚未执行订单		处于施工期订单			处于运营期订单			
	数量	投资金额/万元	已签订合同		尚未签订合同		数量	投资金额/万元	本期完成投资金额/万元	本期确认收入金额/万元	未完成投资金额/万元	数量	运营收入/万元
			数量	投资金额/万元	数量	投资金额/万元							
BOT	-	-	-	-	-	-	90	222,184.62	26,249.35	2,908,295.64	74	75,862.67	
合计	-	-	-	-	-	-	90	222,184.62	26,249.35	2,908,295.64	74	75,862.67	

资料来源: 碧水源半年报, 中国银河证券研究院

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。

严明，环保行业证券分析师。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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。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