

# 碧水源 (300070.SZ)

## 工业水处理及净水器前景广，定增推进助轻行

### 核心观点：

- **碳中和背景下用水权重要性增强，公司工业水处理业务前景广阔。**国务院于 2021 年 2 月印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，提出进一步健全用水权交易机制，催化工业水处理需求增长。公司为国内膜法水处理龙头，未来将有望进一步延伸工业水处理领域，发展空间广阔。值得注意的是，目前高景气度的盐湖提锂市场亦属工业水处理范畴，工业水处理市场空间又添增长动力。此外，公司借助膜优势加速进军居民净水器领域，有望成为新增长点。
- **定增已处于发行注册环节，膜法水处理龙头王者归来。**2019 年中国城乡（中交集团独资）受让公司控股权，后推出增发方案（总额 35.74 亿元，股价 7.61 元/股），目前已处于发行注册环节。发行完成后中国城乡及一致行动人持股比例将达到 22.10%。伴随中交控股+增发推进，公司将在资金实力、融资便利、项目获取等方面受益显著。
- **膜法水处理传统龙头，产能居于行业前列。**公司研发的 MBR 工艺技术可使污水处理后出水水质达到 IV 类标准，万吨级规模以上项目数量已超百个，累计投建的膜工程业绩累计规模在国内市场份额占据绝对龙头地位。在央企股东支持下，公司聚焦膜设备业务，重新回到 2015 年前的轻资产成长模式。存量资产伴随项目投运，运营收入逐步增长，且锁定未来长期的换膜收益。
- **盈利预测与投资建议：**不考虑非公开发行，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.50/0.62/0.76 元/股，最新收盘价对应 PE 分别为 13.6/11.1/9.0 倍。公司重塑轻资产战略稳步推进，乘污水资源化+用水权的政策东风，膜处理市场空间依然广阔，我们给予 2021 年 20 倍 PE 估值，对应 10.06 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**融资改善、订单获取、定增进度不及预期。

### 盈利预测：

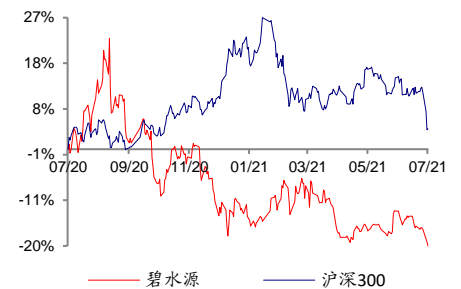
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12,255	9,618	12,356	14,950	18,099
增长率（%）	6.4	-21.5	28.5	21.0	21.1
EBITDA（百万元）	3,093	2,476	3,127	3,660	4,291
归母净利润（百万元）	1,381	1,143	1,592	1,956	2,413
增长率（%）	10.9	-17.2	39.2	22.9	23.4
EPS（元/股）	0.44	0.36	0.50	0.62	0.76
市盈率（P/E）	17.42	21.18	13.58	11.05	8.96
ROE（%）	6.9	5.5	7.1	8.1	9.0
EV/EBITDA	13.03	16.39	12.28	10.70	9.34

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	6.83 元
合理价值	10.06 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-29

### 相对市场表现



### 分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

### 分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

碧水源 (300070.SZ) :定增 2021-06-24

已获深交所核准，膜法水处理龙头扬帆起航

碧水源 (300070.SZ) :回归 2021-05-16

初心，膜法水处理龙头王者归来

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>21,342</b>	<b>23,289</b>	<b>25,810</b>	<b>28,305</b>	<b>29,714</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>3,321</b>	<b>1,545</b>	<b>3,043</b>	<b>2,777</b>	<b>3,567</b>
货币资金	6,208	6,063	7,368	7,900	6,797	净利润	1,439	1,200	1,660	2,040	2,518
应收及预付	8,768	8,833	9,653	10,850	12,634	折旧摊销	451	622	679	731	821
存货	2,796	305	381	458	554	营运资金变动	474	-1,277	-262	-988	-727
其他流动资产	3,570	8,087	8,409	9,097	9,729	其它	957	1,000	966	994	955
<b>非流动资产</b>	<b>46,045</b>	<b>45,650</b>	<b>47,472</b>	<b>49,267</b>	<b>51,994</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-7,406</b>	<b>-3,553</b>	<b>-2,202</b>	<b>-2,210</b>	<b>-3,200</b>
长期股权投资	5,955	5,520	5,720	5,920	6,120	资本支出	-7,584	-4,005	14,860	-1,212	-2,228
固定资产	696	681	764	837	900	投资变动	-302	29	-300	-300	-300
在建工程	276	349	379	419	469	其他	480	423	-16,763	-698	-671
无形资产	32,812	29,561	13,973	14,349	15,651	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,799</b>	<b>2,037</b>	<b>464</b>	<b>-35</b>	<b>-1,470</b>
其他长期资产	6,307	9,539	26,635	27,742	28,854	银行借款	11,725	13,946	1,729	1,275	-168
<b>资产总计</b>	<b>67,387</b>	<b>68,938</b>	<b>73,282</b>	<b>77,573</b>	<b>81,708</b>	股权融资	331	143	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>26,447</b>	<b>23,544</b>	<b>25,228</b>	<b>26,479</b>	<b>27,095</b>	其他	-8,257	-12,052	-1,265	-1,311	-1,303
短期借款	2,979	4,212	4,941	5,216	4,049	<b>现金净增加额</b>	<b>-281</b>	<b>29</b>	<b>1,305</b>	<b>532</b>	<b>-1,103</b>
应付及预收	12,084	10,001	10,231	10,316	11,253	<b>期初现金余额</b>	<b>6,246</b>	<b>5,965</b>	<b>6,063</b>	<b>7,368</b>	<b>7,900</b>
其他流动负债	11,384	9,331	10,056	10,946	11,794	<b>期末现金余额</b>	<b>5,965</b>	<b>5,993</b>	<b>7,368</b>	<b>7,900</b>	<b>6,797</b>
<b>非流动负债</b>	<b>17,829</b>	<b>21,689</b>	<b>22,689</b>	<b>23,689</b>	<b>24,689</b>						
长期借款	14,111	16,905	17,905	18,905	19,905						
应付债券	0	1,016	1,016	1,016	1,016						
其他非流动负债	3,718	3,768	3,768	3,768	3,768						
<b>负债合计</b>	<b>44,276</b>	<b>45,233</b>	<b>47,917</b>	<b>50,167</b>	<b>51,784</b>						
股本	3,165	3,165	3,165	3,165	3,165						
资本公积	6,724	6,267	6,267	6,267	6,267						
留存收益	10,362	11,284	12,876	14,832	17,244						
归属母公司股东权益	20,135	20,731	22,322	24,278	26,690						
少数股东权益	2,977	2,975	3,043	3,128	3,233						
<b>负债和股东权益</b>	<b>67,387</b>	<b>68,938</b>	<b>73,282</b>	<b>77,573</b>	<b>81,708</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>12,255</b>	<b>9,618</b>	<b>12,356</b>	<b>14,950</b>	<b>18,099</b>
营业成本	8,473	6,748	8,685	10,459	12,638
营业税金及附加	62	76	86	105	127
销售费用	291	151	309	389	489
管理费用	574	590	643	800	995
研发费用	214	199	185	269	380
财务费用	785	791	785	834	840
资产减值损失	0	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	230	275	284	299	326
<b>营业利润</b>	<b>1,706</b>	<b>1,208</b>	<b>1,979</b>	<b>2,433</b>	<b>3,004</b>
营业外收支	18	233	14	16	20
<b>利润总额</b>	<b>1,724</b>	<b>1,441</b>	<b>1,993</b>	<b>2,449</b>	<b>3,024</b>
所得税	285	241	333	409	505
<b>净利润</b>	<b>1,439</b>	<b>1,200</b>	<b>1,660</b>	<b>2,040</b>	<b>2,518</b>
少数股东损益	58	57	68	85	106
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,381</b>	<b>1,143</b>	<b>1,592</b>	<b>1,956</b>	<b>2,413</b>
EBITDA	3,093	2,476	3,127	3,660	4,291
EPS (元)	0.44	0.36	0.50	0.62	0.76

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	6.4%	-21.5%	28.5%	21.0%	21.1%
营业利润增长	5.5%	-29.2%	63.8%	22.9%	23.5%
归母净利润增长	10.9%	-17.2%	39.2%	22.9%	23.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.9%	29.8%	29.7%	30.0%	30.2%
净利率	11.7%	12.5%	13.4%	13.6%	13.9%
ROE	6.9%	5.5%	7.1%	8.1%	9.0%
ROIC	4.8%	3.3%	4.1%	4.6%	5.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.7%	65.6%	65.4%	64.7%	63.4%
净负债比率	191.6%	190.8%	188.9%	183.1%	173.1%
流动比率	0.81	0.99	1.02	1.07	1.10
速动比率	0.63	0.79	0.79	0.80	0.78
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.18	0.14	0.17	0.19	0.22
应收账款周转率	1.76	1.31	1.59	1.74	1.83
存货周转率	4.38	31.52	32.46	32.61	32.67
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.44	0.36	0.50	0.62	0.76
每股经营现金流	1.05	0.49	0.96	0.88	1.13
每股净资产	6.36	6.55	7.05	7.67	8.43
<b>估值比率</b>					
P/E	17.42	21.18	13.58	11.05	8.96
P/B	1.19	1.17	0.97	0.89	0.81
EV/EBITDA	13.03	16.39	12.28	10.70	9.34

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：高级分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。