



进军水处理领域，业绩加速增长

——清水源（300437）中报点评

2016年08月18日

推荐/维持

清水源

财报点评

杨行远	联系人	执业证书编号: S1480115060007
	yangxy@dxzq.net.cn 010-66554024	
梁博	分析师	执业证书编号: S1480512060006
	liangbo@dxzq.net.cn 021-65465597	
廖鹏飞	联系人	
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121	
刘宇卓	联系人	执业证书编号: S0080114090019
	liu_yz@dxzq.net.cn 010-66554015	
杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	

事件:

公司公布 2016 年中报，2016 年上半年公司实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 9.91%；归属于上市公司股东的净利润 0.17 亿元。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	102.56	100.14	86.9	101.34	109.66	114.96	90.61
增长率（%）	-	-2.62%	-14.91%	-13.42%	6.93%	14.80%	4.28%
毛利率（%）	25.41%	24.83%	27.33%	21.56%	20.86%	22.49%	24.02%
期间费用率（%）	16.82%	12.05%	15.49%	13.04%	11.52%	12.29%	16.10%
营业利润率（%）	8.75%	10.75%	12.22%	7.37%	9.51%	9.71%	8.95%
净利润（百万元）	8.21	9.15	9.31	6.84	13.82	9.62	7.23
增长率（%）	-	03.44%	08.62%	-39.59%	68.31%	05.15%	-22.38%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.18	0.14	0.10	0.21	0.14	0.04
资产负债率（%）	23.47%	18.14%	13.82%	12.75%	11.93%	12.33%	18.05%
净资产收益率（%）	3.50%	3.78%	2.30%	1.67%	3.26%	2.28%	1.68%
总资产收益率（%）	2.68%	3.09%	1.99%	1.45%	2.87%	2.00%	1.38%

观点：

- **公司营收见涨，业绩向好。**公司2016年上半年营收较去年同期增加9.91%，其中Q1、Q2均实现同比增长。2016年上半年公司净利润0.17亿元，随着新业务布局，公司业绩进一步向好，全年营收和盈利水平有望持续上涨。
- **募投项目投产，水处理剂产能弹性大。**公司主营产品水处理剂现有产能6万吨，募投项目产能3万吨，预计今年年底投产，产能弹性大。目前水处理剂产品是公司营业收入的主要来源，2016年上半年水处理剂产品实现营收1.7亿元，占营业收入的81.15%，同比增长4.5%。同时，2016年上半年公司水处理剂产品毛利率23.30%，去年同期毛利率23.67%，基本保持稳定。
- **进军水处理领域。**公司收购同生环境100%股份，向市政污水处理积极转型。同生环境的主营业务包括工业废水、市政污水处理，核心优势在于工业污水处理，最早的工业污水污水处理项目已经持续运营4年，污水处理经验丰富，且具有低成本管理优势。未来公司或有望进一步提升同生环境的相关处理资质，强化污水处理业务的盈利能力。
- **新业务拓展加速。**2016~2018年同生环境承诺分别实现盈利3520万元，5600万元和6680万元。目前河南省正在大力推广污水处理项目，倡导治污水平从一级B提升到一级A。未来2年预计同生环境污水处理订单或有望保持30%以上的增长，业绩也有望快速释放，预计完成盈利承诺概率较高。未来公司外延发展的预期渐强，或有望从污水处理拓展至其他相关联领域，进一步打开成长空间。

结论：

我们预测2016-2018年，公司的营收分别为5.11亿元、6.70亿元和7.35亿元；净利润分别为0.48亿元、1.04亿元和1.23亿元；EPS分别为0.24元、0.52元和0.61元，对应PE分别为107.50、49.34和41.90。给予公司“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	190	346	1184	1746	2227	营业收入	425	398	511	670	735
货币资金	70	146	1100	1880	2447	营业成本	318	305	362	445	471
应收账款	33	54	54	81	83	营业税金及附加	2	2	2	3	3
其他应收款	3	2	3	4	4	营业费用	29	22	41	46	54
预付款项	6	2	0	-5	-9	管理费用	32	31	42	54	60
存货	49	39	51	59	65	财务费用	0	-2	-3	-5	-5
其他流动资产	0	60	-68	-338	-430	资产减值损失	0.36	1.35	0.56	0.76	0.89
非流动资产合计	116	135	283	630	1067	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.66	0.22	0.29	0.39
固定资产	89.73	82.69	#####	-2392.4	-3452.9	营业利润	43	39	66	127	151
无形资产	25	24	22	20	17	营业外收入	0.66	5.43	2.41	2.83	3.56
其他非流动资产	0	17	0	0	0	营业外支出	0.00	0.00	0.06	0.02	0.03
资产总计	307	481	1467	2376	3294	利润总额	44	45	68	130	155
流动负债合计	72	51	60	70	73	所得税	7	6	21	25	32
短期借款	12	0	0	0	0	净利润	37	39	48	104	123
应付账款	35	36	41	51	54	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	3	2	2	1	归属母公司净利润	37	39	48	104	123
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	83	77	-104	-225	-290
非流动负债合计	0	6	800	1600	2400	BPS (元)	0.74	0.64	0.24	0.52	0.61
长期借款	0	0	800	1600	2400	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	72	57	860	1670	2473	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.96%	-6.25%	28.38%	31.14%	9.71%
实收资本(或股本)	50	67	201	201	201	营业利润增长	21.42%	-9.24%	68.29%	91.85%	19.40%
资本公积	29	165	165	165	165	归属于母公司净利润	22.49%	117.87	22.49%	117.87	17.77%
未分配利润	133	168	186	226	273	获利能力					
归属母公司股东权	235	423	600	700	814	毛利率(%)	25.04%	23.45%	29.11%	33.58%	35.99%
负债和所有者权	307	481	1460	2369	3287	净利率(%)	8.70%	9.83%	9.38%	15.58%	16.73%
现金流量表						总资产净利润(%)	12.05%	8.14%	3.27%	4.39%	3.73%
单位:百万元						ROE(%)	15.75%	9.24%	7.98%	14.92%	15.10%
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力						
经营活动现金流	42	28	2	-19	-230	资产负债率(%)	23%	12%	59%	70%	
净利润	37	39	48	104	123	流动比率	2.65	6.73	19.81	25.12	30.65
折旧摊销	39.66	39.47	0.00	-347.02	-437.02	速动比率	1.96	5.98	18.96	24.26	29.76
财务费用	0	-2	-3	-5	-5	营运能力					
应收账款减少	0	0	-1	-26	-3	总资产周转率	1.45	1.01	0.53	0.35	0.26
预收帐款增加	0	0	-1	0	-1	应收账款周转率	13	9	9	10	9
投资活动现金流	-11	-92	19	0	0	应付账款周转率	11.35	11.18	13.29	14.58	14.06
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.74	0.64	0.24	0.52	0.61
投资收益	0	1	0	0	0	每股净现金流(最新)	0.48	1.18	4.75	3.89	2.82
筹资活动现金流	-7	142	933	800	796	每股净资产(最新摊)	4.69	6.35	2.99	3.49	4.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	800	800	800	P/E	34.72	40.10	107.50	49.34	41.90
普通股增加	0	17	134	0	0	P/B	5.47	4.04	8.58	7.36	6.33
资本公积增加	0	136	0	0	0	EV/EBITDA	14.68	20.42	-46.75	-21.65	-17.58
现金净增加额	24	79	954	780	566						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。