

期间费用和减值损失拖累业绩 静待融资环境边际改善

碧水源 (300070.SZ)

◆ 报告起因:

公司 2018H1 实现收入 38.54 亿元,同比增长 33%,归母净利润 3.65 亿元,同比下降 32%,扣非后归母净利润 3.54 亿元,同比增长 10.20%,EPS 为 0.12 元/股。上半年公司业绩受 PPP 政策、融资环境、市场风险偏好等诸多因素影响较大,工程进度放缓,业绩低于市场预期。

◆ 投资策略:

1、传统主业静待回暖,良业环境表现亮眼。公司传统主业主要包括环保整体解决方案与市政工程两大块,上半年公司传统业务受到融资环境影响较大,PPP 施工进度放缓,两个板块净利润合计 0.92 亿元,同比减 81%。目前政策面拐点已现,融资环境正在逐渐宽松,支持民营经济的信贷政策接踵而至,静待下半年基建投资回暖带动公司业绩增长。另一方面,城市光环境板块业务主体良业环境净利润显著提升,达到 3.32 亿元,并表后占公司归母净利润的 73%,是业绩增长的主要来源,且带动整体毛利率增长 7 个百分点,显示公司多领域战略布局初见成效,整体盈利性和抗风险能力得到加强。

2、期间费用和资产减值损失拖累业绩,现金流有所恶化。2018 上半年,公司的期间费用大幅增长,销售、管理、财务费用同比增长分别为 62%、43%、180%。财务费用大幅攀升主要系 PPP 业务导致投资资金需求增加,新增银行借款及债券利息费用所致。资产减值损失高达 1.51 亿元,同比增长 197%,主要是应收账款的减值计提,欠款方前五均为债务问题较为严重省市的国企。经营性现金流净额为-13.59 亿元,同比下降 93%,主要因为 PPP 项目信贷周期变长,付款周期滞后而导致现金流有所恶化。

3、新签订单量质齐升,未来业绩增长有保障。上半年新签 EPC 订单 145 亿,同比增长 29%,新签 BOT 订单 165 亿元,同比增长 12%。公司在第四批财政部入库项目中夺得 16 个项目,项目数量位列环保行业第一,且大多数项目运营收益与现金流进一步优化,有利于公司利润率的提升。目前公司未确认收入的 EPC 订单为 243 亿元,尚未执行的 BOT 订单为 89 亿元,在手订单充足且新增订单量质齐升,未来业绩增长有保障。

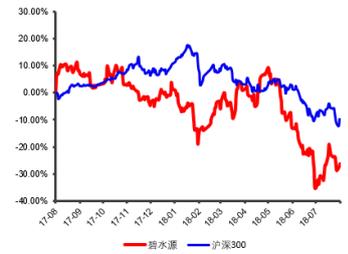
4、因受到融资环境影响,公司业绩释放有所放缓,我们下调此前盈利预测,预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.89 元、1.12 元、1.42 元,谨慎给予 2018 年合理估值为 18X,对应目标价 16.02 元,给予“买入”评级。

买入

当前价位: 11.78 元
目标价位: 16.02 元

证券分析师: 李雯婧
0871-63577003
liwj@hongtastock.com
S1200111080021

市场表现: (前复权 8/8)



重要数据: (2018H1)

总股本 (亿股)	31.51
流通股 (亿股)	20.16
每股净资产	5.79
资产负债率	57.66
市盈率	17.97
市净率	2.40
营业收入 (亿)	38.54
EPS (摊薄)	0.12
十大流通股东 持股比例 (%)	24.33

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

◆ 风险提示：

政策不及预期，项目落地速度延后；融资环境持续恶化，利率上行；应收账款回款进度低于预期；新业务拓展低于预期。

财务报表及预测

报表预测 (单位: 百万元)

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						
营业收入	5214.26	8892.29	13767.29	17209.11	21511.38	26889.23
减: 营业成本	3065.74	6101.12	9779.75	12046.38	15273.08	19225.80
营业税金及附加	81.51	51.01	52.72	72.28	96.80	129.07
营业费用	127.30	147.04	231.16	288.94	361.18	451.48
管理费用	287.34	409.11	546.04	722.78	968.01	1236.90
财务费用	47.50	84.35	363.40	552.74	384.33	262.20
资产减值损失	135.02	150.90	142.94	142.95	142.95	142.95
加: 投资收益	217.46	263.84	450.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1687.32	2212.61	3101.40	3383.03	4285.02	5440.83
加: 其他非经营损益	7.74	22.38	9.21	9.21	9.21	9.21
利润总额	1695.06	2234.98	3110.61	3392.25	4294.24	5450.04
减: 所得税	237.64	385.25	532.24	505.42	640.72	814.09
净利润	1457.42	1849.73	2578.37	2886.82	3653.52	4635.95
减: 少数股东损益	95.72	3.97	81.98	95.86	121.32	153.94
归属母公司股东净利润	1361.70	1845.76	2496.39	2790.96	3532.19	4482.01
资产负债表						
货币资金	4566.62	7889.87	5117.70	3826.36	12163.11	16355.60
应收和预付款项	3058.40	5235.11	6397.04	9180.79	10316.15	14070.43
存货	345.88	430.75	1284.64	669.49	1808.07	1310.69
其他流动资产	50.00	682.87	1329.68	1329.68	1329.68	1329.68
长期股权投资	1891.39	2337.68	5010.10	5010.10	5010.10	5010.10
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	429.81	494.70	741.50	500.38	259.25	18.12
无形资产和开发支出	4362.36	9996.29	21630.76	19523.36	17415.96	15308.57
其他非流动资产	2891.27	3477.81	2976.05	2958.20	2940.35	2940.35
资产总计	17595.73	30545.10	44487.48	42998.37	51242.67	56343.54
短期借款	211.20	2478.67	3925.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2340.60	5738.07	9430.46	9205.49	14082.25	14910.04
长期借款	934.20	1466.95	8488.21	8488.21	8488.21	8488.21
其他负债	0.00	4527.35	2762.90	2762.90	2762.90	2762.90
负债合计	3486.00	14211.03	24606.57	20456.60	25333.36	26161.15
股本	1229.46	3126.86	3139.29	3139.29	3139.29	3139.29
资本公积	8146.71	6524.35	6740.84	6740.84	6740.84	6740.84
留存收益	4198.22	5869.87	8192.45	10757.45	14003.67	18122.81
归属母公司股东权益	13574.38	15521.08	18072.57	20637.58	23883.80	28002.94
少数股东权益	535.35	812.99	1808.33	1904.19	2025.51	2179.46
股东权益合计	14109.74	16334.07	19880.91	22541.77	25909.31	30182.39
负债和股东权益合计	17595.73	30545.10	44487.48	42998.37	51242.67	56343.54
现金流量表						
经营性现金净流量	1360.45	779.08	2548.39	3340.89	8920.51	4712.20
投资性现金净流量	-3756.04	-4838.04	-11066.22	11.25	11.25	11.25
筹资性现金净流量	5320.80	6335.02	7122.76	-4643.47	-595.01	-530.95
现金流量净额	2925.21	2289.18	-1417.74	-1291.34	8336.75	4192.49

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收益率						
毛利率	41.20%	31.39%	28.96%	30.00%	29.00%	28.50%
三费/销售收入	8.86%	7.20%	8.28%	9.09%	7.97%	7.25%
EBIT/销售收入	33.40%	25.78%	24.98%	22.57%	21.40%	20.89%
EBITDA/销售收入	34.60%	26.79%	26.55%	35.49%	31.74%	29.10%
销售净利率	27.95%	20.80%	18.73%	16.77%	16.98%	17.24%
资产获利率						
ROE	10.03%	11.89%	13.81%	13.52%	14.79%	16.01%
ROA	9.90%	7.50%	7.73%	9.03%	8.98%	9.97%
ROIC	24.96%	18.29%	24.70%	12.35%	14.60%	21.84%
增长率						
销售收入增长率	51.17%	70.54%	54.82%	25.00%	25.00%	25.00%
EBIT 增长率	37.05%	31.63%	50.06%	12.94%	18.50%	22.05%
EBITDA 增长率	36.75%	32.02%	53.46%	67.10%	11.76%	14.60%
净利润增长率	43.78%	26.92%	39.39%	11.96%	26.56%	26.89%
总资产增长率	75.35%	73.59%	45.65%	-3.35%	19.17%	9.95%
股东权益增长率	123.34%	14.34%	16.44%	14.19%	15.73%	17.25%
经营营运资本增长率	92.28%	-424.81%	22.42%	82.64%	-502.05%	80.88%
资本结构						
资产负债率	19.81%	46.52%	55.31%	47.58%	49.44%	46.43%
投资资本/总资产	58.39%	37.78%	60.04%	62.26%	42.63%	39.01%
带息债务/总负债	32.86%	27.76%	50.45%	41.49%	33.51%	32.45%
流动比率	3.14	1.12	0.88	1.27	1.53	1.88
速动比率	2.99	1.03	0.72	1.10	1.34	1.73
股利支付率	10.60%	6.66%	7.03%	8.10%	8.10%	8.10%
收益留存率	89.40%	93.34%	92.97%	91.90%	91.90%	91.90%
资产管理效率						
总资产周转率	0.30	0.29	0.31	0.40	0.42	0.48
固定资产周转率	13.04	22.18	26.51	34.39	82.98	1483.74
应收账款周转率	2.02	2.09	2.97	2.15	2.76	2.25
存货周转率	8.86	14.16	7.61	17.99	8.45	14.67

系列相关报告：

《碧水源：PPP 行业格局重塑，2018 新增订单量质齐升，带动业绩高速增长》 2018/07/20

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内绝对收益为基准：

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	绝对收益在 15%以上
	持有	绝对收益在 5%—15%之间
	减持	绝对收益在-5%—5%之间
	回避	绝对收益在-5%以下

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师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。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因任何机构或个人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。但在法律许可的情况下，本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或期权并进行交易；可能为这些公司提供或者争取提供保荐承销、财务顾问或者金融产品等相关服务；本公司的员工也可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。