

公司研究/季报点评

2018年10月27日

公用事业/环保II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 8.21  
合理价格区间(元): 10.22~11.68

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

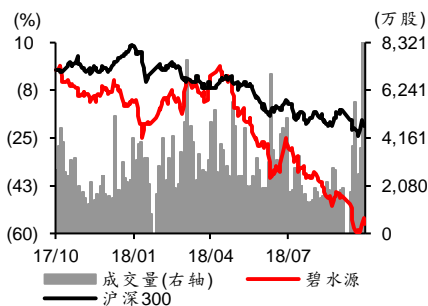
**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

**赵伟博** 010-56793949  
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1《碧水源(300070,买入): 业绩稳健增长, 18年0.4x PEG 强烈推荐》2018.04
- 2《碧水源(300070,买入): 订单快速增长, 龙头地位凸显》2018.02
- 3《碧水源(300070,买入): 环保综合平台战略持续推进》2017.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩符合市场预期, 充裕订单待反转

## 碧水源(300070)

### 业绩符合市场预期, 期待行业反转

前三季度公司实现营收 60.73 亿元 (+11.9%), 归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.73/5.51 亿元 (-22.6%/+3.5%), ; 略超预告上限 (预告前三季度归母净利润同比-28.2%~-24.6%), 符合市场预期, 低于我们预期。PPP 清库叠加融资难度提升拖累公司业绩, 当前公司采取多项措施促进稳健运营, 若行业融资状况改善, 公司有望重回高速成长期。我们下调公司盈利预测, 预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.73/0.89/1.07 元 (调整前为 1.08/1.43/1.77 元)。参考可比公司 2018 年平均 P/E 14x, 给予公司 2018 年 14-16xP/E, 对应目标价 10.22-11.68 元/股, 维持“买入”评级。

### 三季度业绩承压, 回款明显改善

18Q3 公司实现收入 21.95 亿元 (同比-12.6%), 归母净利润 2.08 亿元 (+0.5%), 扣非归母净利润 1.97 亿元 (-6.7%)。公司单三季度毛利率为 30.1%, 同比提升 5.5pct, 环比下降 16.0pct, 我们预计主因为毛利率较低的工程业务收入同比减少, 环比提升, 导致收入结构变化从而影响毛利率。18Q3 回款明显改善, 公司销售商品、接受劳务收到现金 25.83 亿, 收现比为 118% (同比+56.6pct); 付现比有所升高, 18Q3 公司购买商品、接受劳务支付现金 19.61 亿, 付现比为 89%, 同比提升 8.7pct。18Q3 公司资产负债率为 58.5% (同比+7.37pct, 环比+0.88pct)。

### 及时收缩坚定转型, 牵手三峡集团打开成长空间

根据调研, 公司在 PPP 清库开始后及时收缩坚定转型, 积极和地方政府协商以求将 PPP 项目转为 EPC 项目, 加快资金回款速度, 三季度已有所体现。在当前利率较高, 民企融资不畅的市场环境下, 公司决策层倾向采用轻资产的技术服务+设备销售模式度过市场低谷。根据三峡集团官网信息, 碧水源 9 月 19 日与三峡集团签署共抓长江大保护战略合作框架协议, 有望依托三峡集团积极参与长江流域环境治理项目。碧水源作为污水处理膜技术龙头厂商, 随合作逐步推进, 公司技术服务及产品市场空间有望打开。

### 在手订单充裕, 期待融资环境改善

三季度显示公司新签 EPC 订单 137 个, 总金额为 173.4 亿元 (其中 99 个已签订合同, 总金额 86.1 亿元)。报告期末公司在手 EPC 订单 271 个, 未确认收入高达 248.4 亿元。此外公司处于施工期的 PPP 项目有 135 个, 未完成投资额 476.3 亿元。若当前各类利好民企的政策逐渐传导使公司项目融资情况改善, 公司充裕在手订单有望支撑公司重回高增长阶段。

### 下调盈利预测, 维持“买入”评级

下调公司盈利预测, 我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.73/0.89/1.07 元 (调整前为 1.08/1.43/1.77 元)。参考可比公司 2018 年平均 P/E 14x, 给予公司 2018 年 14-16xP/E, 对应目标价 10.22-11.68 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 融资环境恶化, 地方政府支付能力不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,151
流通 A 股(百万股)	2,160
52 周内股价区间(元)	7.53-19.17
总市值(百万元)	25,866
总资产(百万元)	51,787
每股净资产(元)	5.87

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,892	13,767	13,610	15,324	17,140
+/-%	70.54	54.82	(1.14)	12.59	11.85
归属母公司净利润(百万元)	1,846	2,509	2,304	2,793	3,357
+/-%	35.55	35.95	(8.20)	21.22	20.20
EPS (元, 最新摊薄)	0.59	0.80	0.73	0.89	1.07
PE (倍)	14.01	10.31	11.23	9.26	7.71

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 18-20年盈利预测调整说明

- 1) 收入增速: 由前次预测的 51.8%/25.6%/18.5% 下调到 -1.1%/12.6%/11.9%, 主要由于公司战略转型, 我们预计 PPP 业务转换为 EPC 业务的比例约在 20%-30% 左右, 导致公司整体收入放缓明显。
- 2) 毛利率: 由前次预测的 29.5%/31.5%/33% 调整为 31.2%/32.7%/34.0%, 主要由于公司工程收入占整体收入比例下降, 原有的高毛利率光环境治理/净水器业务收入占比提升, 带动公司整体毛利率上行。
- 3) 期间费用率: 由前次预测的 9.4%/9.4%/9.8% 调整为 10.8%/10.8%/10.9%, 主要由于借款利率上行。

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入增速 (%)	51.8%	25.6%	18.5%	-1.1%	12.6%	11.9%	-53.0	-13.0	-6.6
毛利率 (%)	29.5%	31.5%	33.0%	31.2%	32.7%	34.0%	1.7	1.2	1.1
期间费用率 (%)	9.4%	9.4%	9.8%	10.8%	10.9%	10.9%	1.4	1.5	1.1
净利率 (%)	16.2%	17.1%	17.9%	16.9%	18.2%	19.6%	0.8	1.1	1.7
归母净利润 (百万元)	3,378	4,494	5,568	2,304	2,793	3,357	-32%	-38%	-40%
EPS (元)	1.08	1.43	1.77	0.73	0.89	1.07	-32%	-38%	-40%

资料来源: 华泰证券研究所

### 下调盈利预测, 维持“买入”评级

我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.73/0.89/1.07 元 (调整前为 1.08/1.43/1.77 元)。参考可比公司 2018 年平均 P/E 14x, 给予公司 2018 年 14-16xP/E, 对应目标价 10.22-11.68 元/股, 维持“买入”评级。

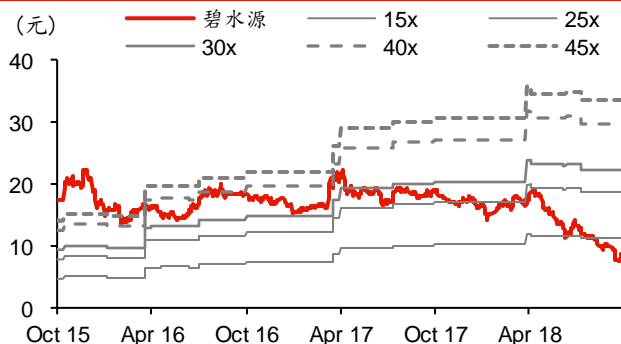
图表2: 可比公司估值表 (2018/10/25)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (mn)	市盈率 (x)		市净率 (x)		净资产收益率		来源
		2018/10/25	2018/10/25	18E	19E	18E	19E	18E	19E	
铁汉生态	300197.SZ	5.37	13,638	11	8	1.7	1.4	15%	18%	wind
博世科	300422.SZ	11.30	4,021	14	10	2.8	2.2	19%	22%	wind
国祯环保	300388.SZ	8.37	4,595	15	11	2.0	1.7	13%	15%	wind
平均值			7,418	14	10	2.2	1.8	16%	19%	
碧水源	300070.sz	8.21	25,866	11	9	1.3	1.1	11%	12%	华泰

资料来源: Wind、华泰证券研究所

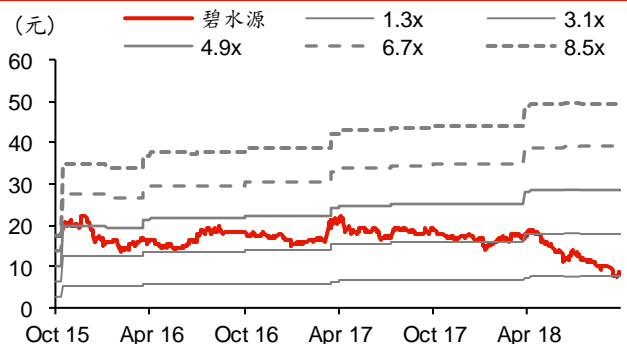
### PE/PB - Bands

图表3: 碧水源历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 碧水源历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	15,412	15,160	10,981	10,030	11,557
现金	9,056	6,132	2,727	1,661	2,273
应收账款	4,232	4,580	3,782	3,419	3,824
其他应收账款	569.86	1,062	1,050	1,182	1,322
预付账款	404.03	702.74	672.65	741.34	812.62
存货	430.75	1,285	1,230	1,355	1,486
其他流动资产	719.41	1,399	1,519	1,672	1,840
非流动资产	16,395	30,476	40,000	46,946	49,733
长期投资	2,338	5,010	6,012	6,613	7,275
固定资产投资	400.88	519.32	490.06	465.94	445.25
无形资产	9,933	20,756	30,421	36,699	38,765
其他非流动资产	3,723	4,191	3,078	3,167	3,249
资产总计	31,806	45,637	50,981	56,976	61,290
流动负债	13,739	17,090	15,488	15,702	15,817
短期借款	5,979	5,425	5,000	5,000	5,000
应付账款	4,946	8,302	7,178	7,063	6,812
其他流动负债	2,814	3,363	3,310	3,639	4,005
非流动负债	1,733	8,666	13,516	16,672	17,720
长期借款	1,467	3,678	8,528	11,684	12,731
其他非流动负债	266.28	4,988	4,988	4,988	4,988
负债合计	15,472	25,756	29,004	32,374	33,537
少数股东权益	812.99	1,808	1,884	1,975	2,084
股本	3,127	3,139	3,139	3,139	3,139
资本公积	6,682	6,835	6,835	6,835	6,835
留存公积	5,807	8,141	10,119	12,652	15,694
归属母公司股东权益	15,521	18,073	20,094	22,627	25,669
负债和股东权益	31,806	45,637	50,981	56,976	61,290

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	751.83	2,514	3,803	5,246	5,143
净利润	1,846	2,509	2,304	2,793	3,357
折旧摊销	89.87	215.74	1,382	1,794	2,012
财务费用	84.35	363.40	698.31	803.63	898.45
投资损失	(263.84)	(450.11)	(254.66)	(333.85)	(434.29)
营运资金变动	(1,172)	(414.19)	(267.23)	246.29	(636.65)
其他经营现金	167.86	289.72	(59.39)	(56.89)	(53.28)
投资活动现金	(4,838)	(11,066)	(10,652)	(8,406)	(4,365)
资本支出	3,719	10,019	11,077	8,100	4,100
长期投资	1,057	2,203	1,002	601.21	661.33
其他投资现金	62.22	(1,156)	(1,427)	(295.71)	(396.15)
筹资活动现金	6,335	7,123	3,445	2,093	(165.71)
短期借款	5,767	(553.67)	(425.00)	0.00	0.00
长期借款	1,449	2,211	4,850	3,156	1,047
普通股增加	1,897	12.43	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,465)	153.56	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,314)	5,300	(980.85)	(1,063)	(1,213)
现金净增加额	2,249	(1,430)	(3,404)	(1,067)	611.92

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,892	13,767	13,610	15,324	17,140
营业成本	6,101	9,780	9,361	10,317	11,309
营业税金及附加	51.01	52.72	52.12	58.68	65.63
营业费用	147.04	231.16	228.51	260.50	291.38
管理费用	409.11	546.04	539.79	607.76	679.80
财务费用	84.35	363.40	698.31	803.63	898.45
资产减值损失	150.90	142.94	136.10	153.24	171.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	263.84	450.11	254.66	333.85	434.29
营业利润	2,213	3,121	2,868	3,479	4,183
营业外收入	27.37	19.57	19.57	19.57	19.57
营业外支出	4.99	10.35	13.98	14.67	15.41
利润总额	2,235	3,130	2,874	3,484	4,187
所得税	385.25	539.07	494.86	599.89	721.07
净利润	1,850	2,591	2,379	2,884	3,466
少数股东损益	3.97	81.98	75.26	91.23	109.66
归属母公司净利润	1,846	2,509	2,304	2,793	3,357
EBITDA	2,272	3,367	4,804	5,868	6,800
EPS(元, 基本)	0.59	0.80	0.73	0.89	1.07

### 主要财务比率

会计年度(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	70.54	54.82	(1.14)	12.59	11.85
营业利润	31.13	41.07	(8.11)	21.29	20.25
归属母公司净利润	35.55	35.95	(8.20)	21.22	20.20
获利能力(%)					
毛利率	31.39	28.96	31.22	32.67	34.02
净利率	20.76	18.23	16.93	18.22	19.58
ROE	12.69	14.94	12.07	13.07	13.90
ROIC	15.14	13.94	10.55	9.61	9.83
偿债能力					
资产负债率(%)	48.65	56.44	56.89	56.82	54.72
净负债比率(%)	54.03	35.34	46.64	51.54	52.87
流动比率	1.12	0.89	0.71	0.64	0.73
速动比率	1.09	0.81	0.63	0.55	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.36	0.28	0.28	0.29
应收账款周转率	2.62	3.12	3.25	4.26	4.73
应付账款周转率	1.75	1.48	1.21	1.45	1.63
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.80	0.73	0.89	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.80	1.21	1.67	1.63
每股净资产(最新摊薄)	4.93	5.74	6.38	7.18	8.15
估值比率					
PE(倍)	14.01	10.31	11.23	9.26	7.71
PB(倍)	1.67	1.43	1.29	1.14	1.01
EV_EBITDA(倍)	11.38	7.68	5.38	4.41	3.80

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com