

紧信用对业绩影响已显现，政策逐步转好提升风险偏好

——碧水源(300070.SZ) 2018年第三季度报告点评

公司简报

买入(维持)

当前价: 8.27元

分析师

殷中权(执业证书编号: S0930518040004)

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

王威(执业证书编号: S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

联系人

郝骞

021-52523827

haopian@ebsecn.com

黄帅斌

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

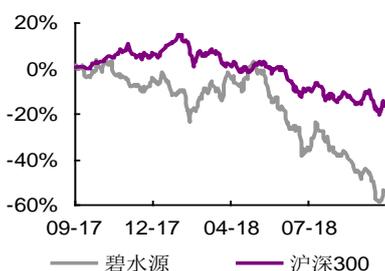
总股本(亿股): 31.51

总市值(亿元): 260.55

一年最低/最高(元): 7.09/19.38

近3月换手率: 41.22%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-12.34	-28.95	-36.50
绝对	-18.44	-40.25	-56.70

资料来源: Wind

事件:

公司发布 2018 年三季报, 前三季度实现营业收入 60.49 亿元, 同比增加 11.90%, 实现归母净利润 5.73 亿元, 同比减少 22.64%, 扣非后归母净利润为 5.51 亿元, 同比增加 3.48%, 基本每股收益 0.182 元, 同比减少 23.21%。

三季度单季, 实现营业收入 21.95 亿元, 同比减少 12.60%, 实现归母净利润为 2.08 亿元, 同比增加 0.47%, 扣非后归母净利润为 1.97 亿元, 同比减少 6.74%。

点评:

受金融去杠杆政策影响、PPP 项目出清及信贷周期变长, 公司经营战略性放缓, 业绩继续承压。

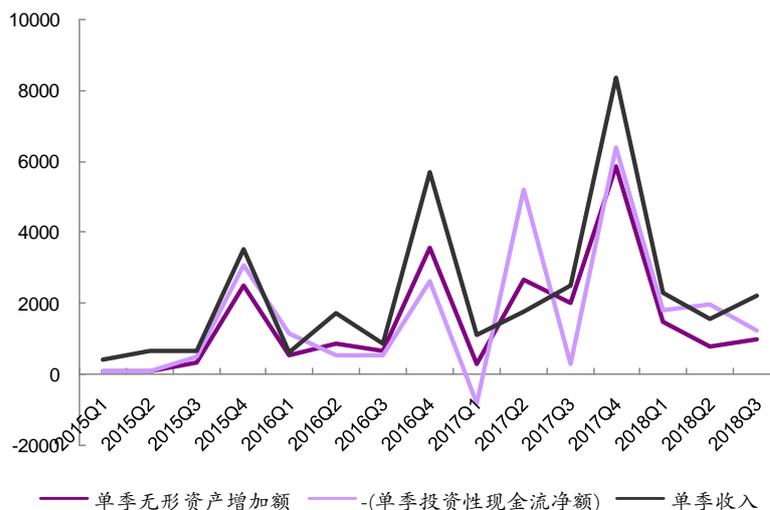
◆**工程及特许经营类订单执行均放缓进而影响收入增速。**公司工程类新增订单为 173.4 亿元, 较去年同期的 192.4 亿, 减少 9.9%; 从确认收入订单/期末在手订单比率看, 2018Q1-Q3 各季较去年同期相比均有一定减少 (-5pct、-14pct、-22pct), 说明 2018 年工程进度整体放缓。特许经营类新增订单(主要是 PPP 类)为 190 亿元, 较去年同期的 223.7 亿元, 减少 15%; 完成投资施工期订单金额为 47.5 亿元, 较去年同期的 44.2 亿元并无明显增加, 原因在于防范地方隐性债务及 PPP 规范与出清的过程中, 地方政府信用风险也同步加大, 使 PPP 领域增量投资放缓。同时, 融资环境收紧, 公司亦受影响, 投资型业务进度承压。

◆**费用率快速提升, 显著影响业绩。**前三季度, 公司销售费用为 1.83 亿元, 管理费用为 3.08 亿元, 财务费用为 4.89 亿元, 同比增长 29.11%、47.74%、108.66%。销售、管理费用增加原因在于公司规模扩大及合并良业环境, 人员成本、相应业务拓展费用增加; 财务费用提升是因为 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增加及进入运营期的项目公司项目贷款利息费用增加。此外, 资产减值损失计提 1.51 亿元, 较上年同期增长 196.57%, 系应收账款及其他应收款计提坏账所致。

◆**股权质押率相对较高, 但总体风险相对可控。**从前十大股东持股情况看, 文剑平(大股东)、刘振国、何愿平、梁辉股权质押率分别为 70.2%、26.1%、51.4%、25.9%, 整体质押率较高, 但当前国家对民营企业融资支持力度逐渐提升, 对于股权质押及融资难的问题给予帮助, 方式上可能为国资入股、避免强制平仓及银行定向信贷支持。因此, 我们认为公司作为环保领域的龙头公司, 有望获得政策优先扶持, 该类风险相对可控。

◆**通过营业收入-无形资产-投资性现金流净额监测公司业务进展情况。**根据公司会计确认方法，公司将在建及建成的特许经营类项目计入无形资产，而该类业务成为公司主体业务增量后，我们可以通过构建三表的关系对业绩进行大致监测。从如图 1 可以得出结论，投资放缓对业绩影响很大，而投资驱动型业务对资金的要求也相对较高，因此，在该类特许经营或 PPP 模式主导下，当前公司的主要问题依然在于融资，因此，未来融资环境的改善对于公司经营情况改善至关重要。

图 1：营业收入-无形资产-投资性现金流净额勾稽关系（单位：百万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

◆**紧信用对业绩影响已反映，政策转好逐步提升风险偏好。**从当前金融政策看，去杠杆依然是未来两年的主旋律，市场对当前宏观经济、金融监管及其对公司经营业绩的影响基本反映在股价中。未来，我们认为，对于政策性行业、民营企业，国家会有一定的支持，未来政策边际上的利好是我们需要重视的方面：PPP 出清完毕、减税、融资环境改善（如对环保、民企融资的定向支持）或 2020 年“水十条”考核等，将有助于提升市场风险偏好，从短、中期上可以对市场预期及情绪产生积极影响。

◆维持“买入”评级

考虑受金融去杠杆政策影响，公司业务开展进度放缓，我们下调盈利预测，预计公司 2018-2020 年净利润为 23.52、26.24 及 30.62 亿元，对应 EPS 为 0.75、0.83、0.97 元；考虑到水环境治理市场空间依然广阔，公司依靠膜技术和与政府良好的关系成为该领域的龙头，在手订单充沛，随着环保行业及民营企业融资环境逐步改善，公司有望重新回到增长通道，维持“买入”评级。

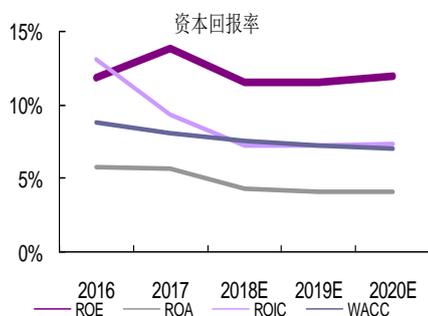
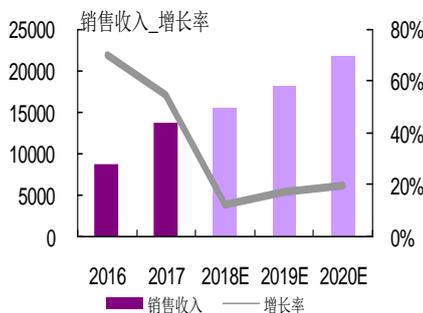
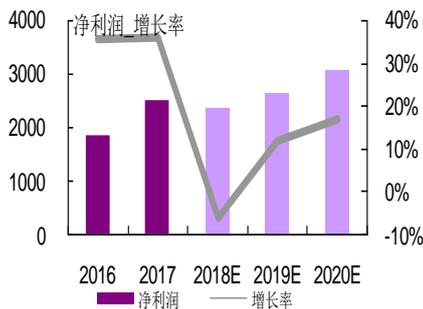
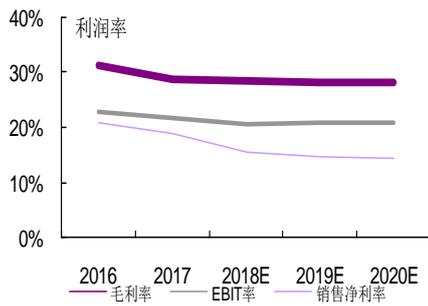
◆风险提示：

宏观经济及融资环境改善不明显、股价下跌致股权质押平仓、地方政府隐性债务问题处置周期较长、项目进度及质量不及预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8,892	13,767	15,497	18,246	21,859
营业收入增长率	70.54%	54.82%	12.57%	17.73%	19.81%
净利润 (百万元)	1,846	2,509	2,352	2,624	3,062
净利润增长率	35.55%	35.95%	-6.27%	11.55%	16.70%
EPS (元)	0.59	0.80	0.75	0.83	0.97
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.89%	13.89%	11.62%	11.61%	12.07%
P/E	14	10	11	10	9
P/B	1.7	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 10 月 26 日



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,892	13,767	15,497	18,246	21,859
营业成本	6,101	9,780	11,052	13,062	15,655
折旧和摊销	90	216	1,414	1,913	2,379
营业税费	51	53	59	70	84
销售费用	147	231	310	310	372
管理费用	409	546	775	876	984
财务费用	84	363	595	904	1,166
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	264	450	300	330	363
营业利润	2,213	3,121	2,911	3,249	3,795
利润总额	2,235	3,130	2,929	3,268	3,813
少数股东损益	4	82	73	81	95
归属母公司净利润	1,846	2,509	2,352	2,624	3,062

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	31,806	45,637	56,577	65,734	76,711
流动资产	15,412	15,160	17,369	20,275	24,469
货币资金	9,056	6,132	6,902	8,126	9,736
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4,232	4,580	5,156	6,070	7,273
应收票据	30	52	59	69	83
其他应收款	570	1,062	1,438	1,422	1,785
存货	431	1,285	1,452	1,716	2,056
可供出售投资	937	604	604	604	604
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,338	5,010	5,085	5,168	5,258
固定资产	401	519	3,548	5,635	7,538
无形资产	9,933	20,756	25,559	29,370	33,996
总负债	15,472	25,756	34,458	41,174	49,288
无息负债	10,613	13,342	14,215	16,131	18,608
有息负债	4,859	12,414	20,243	25,043	30,680
股东权益	16,334	19,881	22,119	24,560	27,423
股本	3,127	3,139	3,151	3,151	3,151
公积金	7,142	7,411	7,635	7,897	8,203
未分配利润	5,347	7,566	9,401	11,499	13,961
少数股东权益	813	1,808	1,881	1,962	2,057

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	752	2,514	3,720	5,667	6,546
净利润	1,846	2,509	2,352	2,624	3,062
折旧摊销	90	216	1,414	1,913	2,379
净营运资金增加	-2,756	2,027	1,257	887	1,582
其他	1,572	-2,238	-1,304	244	-476
投资活动产生现金流	-4,838	-11,066	-9,933	-7,972	-8,978
净资本支出	-3,718	-10,019	-9,935	-8,220	-9,250
长期投资变化	2,338	5,010	-75	-83	-91
其他资产变化	-3,458	-6,057	77	330	363
融资活动现金流	6,335	7,123	6,983	3,529	4,042
股本变化	1,897	12	11	0	0
债务净变化	3,714	7,555	7,830	4,800	5,637
无息负债变化	7,480	2,729	872	1,916	2,477
净现金流	2,262	-1,452	771	1,224	1,609

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	70.54%	54.82%	12.57%	17.73%	19.81%
净利润增长率	35.55%	35.95%	-6.27%	11.55%	16.70%
EBITDA 增长率	34.38%	52.12%	43.01%	24.16%	21.62%
EBIT 增长率	34.03%	48.23%	6.33%	19.27%	20.26%
估值指标					
PE	14	10	11	10	9
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	11	10	9	8
EV/EBIT	12	12	14	13	12
EV/NOPLAT	14	15	17	16	14
EV/Sales	3	3	3	3	3
EV/IC	2	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	31.39%	28.96%	28.69%	28.41%	28.38%
EBITDA 率	23.88%	23.46%	29.81%	31.44%	31.91%
EBIT 率	22.87%	21.90%	20.68%	20.95%	21.03%
税前净利润率	25.13%	22.74%	18.90%	17.91%	17.44%
税后净利润率 (归属母公司)	20.76%	18.23%	15.18%	14.38%	14.01%
ROA	5.82%	5.68%	4.29%	4.11%	4.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.89%	13.89%	11.62%	11.61%	12.07%
经营性 ROIC	13.12%	9.36%	7.24%	7.22%	7.29%
偿债能力					
流动比率	1.12	0.89	0.69	0.65	0.63
速动比率	1.09	0.81	0.63	0.59	0.58
归属母公司权益/有息债务	3.19	1.46	1.00	0.90	0.83
有形资产/有息债务	4.47	1.92	1.48	1.41	1.36
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.59	0.80	0.75	0.83	0.97
每股红利	0.06	0.09	0.08	0.09	0.11
每股经营现金流	0.24	0.80	1.18	1.80	2.08
每股自由现金流(FCFF)	0.31	-2.92	-2.23	-1.25	-1.42
每股净资产	4.93	5.74	6.42	7.17	8.05
每股销售收入	2.82	4.37	4.92	5.79	6.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001
徐又丰		021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
私募业务部	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com