

业绩短期放缓，战略转型轻资产，静待触底回升

——碧水源年报点评

年报点评报告

邱懿峰(分析师) 赵腾辉(联系人)
010-69004648 010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002 证书编号: S0280118020015

● 2018年净利润同比下降50.41%，资金是影响业绩的核心因素

公司发布2018年年报，实现营收115.18亿元，同比下降16.34%；实现归母净利润12.45亿元，同比下降50.41%；实现扣非净利润12.77亿元，同比下降43.70%。公司发布2019年一季度业绩预告，预盈6186.19万元至1.08亿元，同比下降30%至60%。公司业绩放缓的主要原因：(1) 融资成本提升：2018年宏观融资环境趋严，公司整体融资成本提升，财务费用率提升了3.17个百分点；(2) 公司主动收缩转型：在国家降杠杆化解金融风险及整顿PPP项目风险的背景下，公司加强了对在手订单及新签订单的风险管控力度，部分项目推进及回款均有放缓；(3) 其他：非经常性损益基数高(2017年出售盈德气体)、资产减值损失增多(计提坏账)、投资收益下滑等。

● 光环境是业绩重要支撑，结构调整致整体毛利率有所回升

2018年，公司污水处理整体解决方案/市政工程/城市光环境解决方案/净水器业务营收分别为78.29亿元/12.23亿元/22.39亿元/2.27亿元，分别同比变动-11.07%/-66.10%/+103.19%/-10.32%，光环境业务是营收主要的增量。2018年，公司整体毛利率为29.81%，同比提升0.85个百分点，主要原因是业务的结构调整，高毛利率的业务(如城市光环境解决方案、污水处理整体解决方案等)占比增加。

● “订单充沛+运营放量+轻资产模式”，中长期发展可期

截至2018年底，公司在手未确认收入EPC订单159.75亿元，处于施工期末完成投资BOT订单416.57亿元，订单仍然充沛。公司处于运营期BOT的运营收入为8.49亿元，同比增长47.30%，未来随着工程逐渐建成，运营收入占比有望继续提升，对现金流有改善作用。公司适时调整发展战略，重新回归以膜技术为核心的轻资产模式，未来发展或活力更强。我们根据公司业务最新情况对盈利预测调整，预计公司2019-2021年EPS分别为0.46(-0.09)、0.50(-0.14)和0.56元，当前股价对应PE分别为20.2、18.5和16.7倍，维持“推荐”评级。

● 风险提示：融资环境恶化，项目推进不及预期。

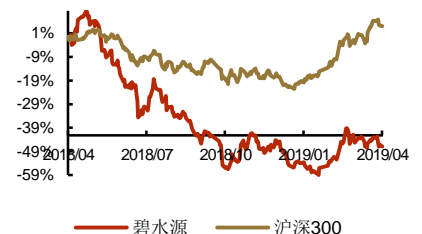
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,767	11,518	11,732	12,917	14,353
增长率(%)	54.8	-16.3	1.9	10.1	11.1
净利润(百万元)	2,509	1,245	1,456	1,589	1,762
增长率(%)	36.0	-50.4	17.0	9.1	10.9
毛利率(%)	29.0	29.8	30.1	31.5	32.8
净利率(%)	18.2	10.8	12.4	12.3	12.3
ROE(%)	13.0	6.2	6.8	6.9	7.1
EPS(摊薄/元)	0.80	0.40	0.46	0.50	0.56
P/E(倍)	11.7	23.6	20.2	18.5	16.7
P/B(倍)	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.04.15
收盘价(元):	9.17
一年最低/最高(元):	7.04/19.3
总股本(亿股):	31.51
总市值(亿元):	288.9
流通股本(亿股):	20.16
流通市值(亿元):	184.82
近3月换手率:	147.17%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.22	-13.04	-49.48
绝对	-3.07	14.05	-46.79

相关报告

- 《资金是影响业绩的核心因素，川投集团或加速公司基本面转好》2019-01-30
- 《短期业绩承压，长期业绩将受益于融资环境边际改善》2018-10-25
- 《新签订单重质轻量，静待融资环境边际改善》2018-08-07
- 《一季报业绩超预期，PPP格局改善带给公司突破良机》2018-04-26
- 《新签订单翻倍，经营性现金流显著改善》2018-04-20

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15160	18672	15294	13979	13380	营业收入	13767	11518	11732	12917	14353
现金	6132	6331	3903	0	0	营业成本	9780	8084	8201	8846	9640
应收账款	4580	5884	4775	6961	6079	营业税金及附加	53	65	67	73	81
其他应收款	1062	0	1082	109	1214	营业费用	231	288	294	323	359
预付账款	703	1180	738	1374	972	管理费用	546	504	513	565	628
存货	1285	1786	1329	2030	1631	财务费用	363	670	854	1010	1318
其他流动资产	1399	3491	3467	3504	3483	资产减值损失	143	349	355	391	435
非流动资产	30476	38018	43860	50483	57593	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	5010	5338	5838	6338	6837	投资净收益	450	272	447	360	403
固定资产	519	610	884	1200	1474	营业利润	3121	1617	1895	2068	2295
无形资产	20812	26359	31352	37138	43487	营业外收入	20	22	22	22	22
其他非流动资产	4135	5711	5786	5808	5794	营业外支出	10	9	9	9	9
资产总计	45637	56690	59154	64462	70972	利润总额	3130	1630	1908	2081	2307
流动负债	17090	20590	22586	27640	33849	所得税	539	278	326	355	394
短期借款	3925	4125	4125	6360	12635	净利润	2591	1352	1582	1726	1913
应付账款	8302	9702	8564	11137	10332	少数股东损益	82	107	125	137	151
其他流动负债	4863	6763	9897	10143	10881	归属母公司净利润	2509	1245	1456	1589	1762
非流动负债	8666	14253	13140	11668	10056	EBITDA	3960	2822	2702	3073	3649
长期借款	8488	12850	11737	10265	8653	EPS(元)	0.80	0.40	0.46	0.50	0.56
其他非流动负债	178	1403	1403	1403	1403						
负债合计	25756	34844	35726	39308	43905						
少数股东权益	1808	3037	3163	3299	3451	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	3139	3151	3151	3151	3151	成长能力					
资本公积	6835	6692	6692	6692	6692	营业收入(%)	54.8	-16.3	1.9	10.1	11.1
留存收益	8141	9103	10685	12411	14324	营业利润(%)	41.1	-48.2	17.2	9.2	10.9
归属母公司股东权益	18073	18809	20266	21855	23617	归属于母公司净利润(%)	36.0	-50.4	17.0	9.1	10.9
负债和股东权益	45637	56690	59154	64462	70972	获利能力					
						毛利率(%)	29.0	29.8	30.1	31.5	32.8
						净利率(%)	18.2	10.8	12.4	12.3	12.3
						ROE(%)	13.0	6.2	6.8	6.9	7.1
						ROIC(%)	10.1	5.7	4.9	5.2	5.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	56.4	61.5	60.4	61.0	61.9
						净负债比率(%)	31.6	49.1	63.6	79.2	92.4
						流动比率	0.9	0.9	0.7	0.5	0.4
						速动比率	0.8	0.8	0.6	0.4	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	3.1	2.2	2.2	2.2	2.2
						应付账款周转率	1.5	0.9	0.9	0.9	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.80	0.40	0.46	0.50	0.56
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.58	0.75	0.83	1.08
						每股净资产(最新摊薄)	5.74	5.97	6.43	6.94	7.50
						估值比率					
						P/E	11.7	23.6	20.2	18.5	16.7
						P/B	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2
						EV/EBITDA	9.5	15.8	18.0	17.5	16.2

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2514	1305	2373	2611	3393
净利润	2591	1352	1582	1726	1913
折旧摊销	216	284	293	370	454
财务费用	363	670	854	1010	1318
投资损失	-450	-272	-447	-360	-403
营运资金变动	-369	-1052	91	-134	111
其他经营现金流	162	324	0	0	0
投资活动现金流	-11066	-7984	-5688	-6633	-7161
资本支出	10019	6548	5342	6123	6610
长期投资	-2203	-645	-500	-500	-500
其他投资现金流	-3250	-2081	-845	-1009	-1050
筹资活动现金流	7123	6809	887	-2116	-2508
短期借款	1446	200	0	0	0
长期借款	7021	4362	-1113	-1472	-1612
普通股增加	12	11	0	0	0
资本公积增加	154	-143	0	0	0
其他筹资现金流	-1511	2379	2000	-644	-896
现金净增加额	-1452	139	-2428	-6138	-6275

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>