

2019年04月16日

宋秋忆

C0066@capital.com.tw

目标价(元)

11

碧水源(300070.SZ)

BUY/买入

18年业绩下滑 50%，将转型轻资产

结论与建议：

公司发布 2018 年年报，2018 年实现营业收入 115.18 亿元，同比减少 16.34%，归母净利润 12.45 亿元，同比减少 50.41%。此前公司发布 2019 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 0.62-1.08 亿元，同比降低 30%-60%。

预计公司 19、20 年分别实现净利润 15.38 (YOY23.50%)、19.30 亿元 (YOY+25.50%)，EPS0.488 元、0.613 元，当前股价对应 19、20 年动态 PE18.8X,15X，业绩底部确定，估值较低，给予“买入”建议。

■ **归母净利润下滑 50%因三费大幅提升：**2018 年实现营业收入 115.18 亿元，同比减少 16.34%，归母净利润 12.45 亿元，同比减少 50.41%。收入下滑主要因 18 年降杠杆严控 PPP 等影响，公司收缩 PPP 项目、项目进度放缓。净利润下滑较多，主要因三费占比大幅提升，由 17 年的 8.3% 上升至 18 年的 14.8%，增加 6.5PCT。其中，销售费用 2.88 亿同增 25%，管理费用 5.05 亿元同增 65%，两项增长主要因良业环境合并变化所致(17 年合并期间为 6-12 月份)，财务费用 6.7 亿元，同增 85%，因 18 年融资环境困难，新增贷款和利息费用增加。另外，资产减值损失 3.49 亿元，同比增加 2 亿，投资收益 2.72 亿，同比减少 1.8 亿。以上原因导致利润下滑幅度高于收入降幅。

■ **在手订单质量高，光环境业务抢眼：**分业务来看，环保整体解决方案收入 78.29 亿元，同比减少 11.07%，市政与给排水工程业务 12.23 亿元，同比减少 66.10%。报告期公司放缓项目进度，18 年无形资产净增加 55 亿元，较 17 年 108 亿大幅放缓。目前公司在手订单 159 亿，以 EPC 项目为主，订单质量较高，将在今年逐步落地贡献业绩。城市光环境业务在 18 年表现抢眼，实现收入 23.39 亿元，同比增长 112.27%，目前光环境市场较好，未来仍将保持高增长态势。

■ **融资环境好转，转型轻资产：**今年以来政府着力解决民营企业融资难的问题，各类支持政策正在逐步落地，二季度公司融资将进一步改善，项目落地有望加速，同时在支付端，随着地方债的提前发行，政府支付能力有望同时改善。但公司目前加杠杆意愿降低，未来将逐步回归轻资产模式，加强核心设备膜的研发和销售，提高盈利质量。

■ **盈利预测：**预计公司 19、20 年分别实现净利润 15.38 (YOY23.60%)、19.30 亿元 (YOY+25.50%)，EPS0.488 元、0.613 元，当前股价对应 19、20 年动态 PE18.8X,15X，业绩底部确定，估值较低，给予“买入”建议。

■ **风险提示：**1、项目推进不及预期；2、融资环境恶化。

公司基本信息

产业别	公用事业
A 股价(2019/4/16)	9.37
深证成指(2019/4/16)	10287.64
股价 12 个月高/低	19.15/7.04
总发行股数(百万)	3150.51
A 股数(百万)	2160.03
A 市值(亿元)	202.39
主要股东	文剑平
	(22.77%)
每股净值(元)	5.97
股价/账面净值	1.57
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.9 21.1 -45.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-01-29	16.69	买入

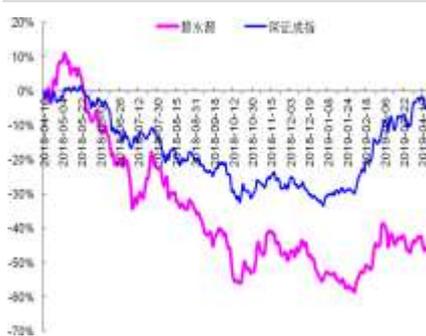
产品组合

环保整体解决方案	62.84%
市政与给排水	5.03%
净水器	2.92%
城市光环境解决方案	29.21%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.6%
一般法人	3.6%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1845.76	2509.38	1244.52	1538.17	1930.41
同比增减	%	35.55%	35.95%	-50.41%	23.60%	25.50%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.586	0.796	0.395	0.488	0.613
同比增减	%	35.55%	35.95%	-50.41%	23.60%	25.50%
A 股市盈率(P/E)	X	13.66	10.05	23.22	18.79	14.97
股利(DPS)	RMB 元	0.056	0.090	0.039	0.049	0.061
股息率(Yield)	%	0.69%	1.12%	0.43%	0.53%	0.67%

=预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,892	13,767	11,518	13,197	15,441
经营成本	6,101	9,780	8,084	9,025	10,329
营业税金及附加	51	53	65	66	77
销售费用	147	231	288	370	432
管理费用	409	546	581	990	1,158
财务费用	84	363	670	792	926
资产减值损失	151	143	197	250	300
投资收益	264	450	272	300	300
营业利润	2,213	3,115	1,617	2,004	2,518
营业外收入	27	25	22	15	15
营业外支出	5	10	9	5	5
利润总额	2,235	3,130	1,630	2,014	2,528
所得税	385	539	278	342	430
少数股东损益	4	82	107	134	168
归属于母公司所有者的净利润	1,846	2,509	1,245	1,538	1,930

附二：合并资产负债表

百万元	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,056	6,132	6,331	7,281	8,373
应收帐款	4,831	5,694	6,906	7,527	8,205
存货	431	1,285	1,786	2,053	2,361
流动资产合计	15,412	15,160	18,672	17,351	19,488
长期投资净额	2,338	5,010	5,338	5,605	5,886
固定资产合计	401	519	610	702	807
在建工程	94	222	255	293	337
无形资产	13,562	24,725	31,815	40,110	45,870
资产总计	31,806	45,637	56,690	64,060	72,388
流动负债合计	13,739	17,090	20,590	23,473	26,759
长期负债合计	1,733	8,666	14,253	16,249	18,523
负债合计	15,472	25,756	34,844	39,722	45,283
少数股东权益	813	1,808	3,037	1,623	1,623
股东权益合计	15,521	18,073	18,809	22,715	25,482
负债和股东权益总计	31,806	45,637	56,690	64,060	72,388

附三：合并现金流量表

百万元	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	752	2,514	1,305	2,549	3,048
投资活动产生的现金流量净额	-4,838	-11,066	-7,984	-3,695	-4,126
筹资活动产生的现金流量净额	6,335	7,123	6,809	2,096	2,170
现金及现金等价物净增加额	2,249	-1,430	130	950	1,092

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。