

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

水处理

碧水源 (300070.SZ)

首次评级

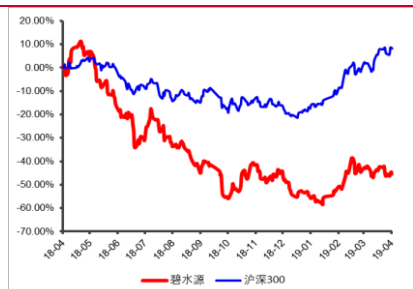
报告原因：年报点评

项目进度放缓导致业绩下降，融资环境改善期待增长再现 增持

2019年4月18日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年4月18日

收盘价(元):	9.34
流通 A 股/总股本(亿):	21.60/31.51
流通 A 股市值(亿):	202
总市值(亿):	294

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益	0.40
每股净资产:	5.97
净资产收益率:	6.62%

分析师：张婉姝

执业证书编号：S0760518110002

Tel: 010-83496305

Email: zhangwanshu@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
北京市西城区平安里西大街中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布 2018 年年度报告，2018 年公司实现营业收入 115.18 亿元，同比下降 16.34%，归属于上市公司股东净利润 12.45 亿元，同比下降 50.41%，扣除非经常性损益净利润 12.77 亿元，同比下降 43.70%。

事件点评

- **城市光环境领域营收增长强劲，其他三大板块营收均下降。**报告期内，公司四大类产品中，仅城市光环境解决方案实现营收 22.38 亿元，较 2017 年并表营收 11.02 亿元同比增长 13.19%，占公司营收比例由 2017 年的 8% 上升到 19.44%，对业绩的支撑作用明显增强，未来有望成为公司新的业绩增长点。其他三大板块营收均出现不同程度的下降，其中：环保整体解决方案实现营收 78.29 亿元，同比下降 11.07%；净水器销售实现营收 2.27 亿元，同比下降 10.32%；市政与给排水实现营收 12.23 亿元，同比下降 66.10%。
- **2018 年下半年营收明显下降，2019 融资环境改善有利于项目推进。**二季度以后，融资环境偏紧，叠加国家对 PPP 业务管控的加强，影响到 PPP 项目的融资和推进进度。在此背景下，公司主动减缓或中止在手项目的实施进度，导致下半年营收增速明显下降。公司 2018 年 Q3/Q4 分别实现营业收入 21.95/54.69 亿元，分别同比下降 12.58%/34.59%；实现净利润 2.33/7.02 亿元，分别同比下降 0/61.62%。4 月 9 日，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，同比下降 60%-30%。我们认为，虽然 2018 四季度政策层面对于民企融资的支持力度有所加强，但年初流动性尚未实质性地传导到企业层面，企业减缓实施的项目难以在短期内快速推进，导致业绩同比出现下降。但从 3 月社融数据来看，企业中长期贷款+债券融资规模大幅增加，企业端融资情况明显改善，将有利于公司在手项目的顺利推进。
- **非经常性损益减少，扣非净利润降幅低于归母净利润降幅。**2017 年，公司非经常性损益科目为 2.4 亿元，2018 年该科目为 -0.33 亿元；扣除非经常性损益项目影响后，公司净利润同比下降 43.70%，下降幅度小于归母净利润下降幅度。
- **整体毛利率略有提升，财务费用上升明显。**1) 报告期内，公司整体毛利率为 29.81%，同比上升 0.85pct，主要受到毛利率较高的城市光环境

板块（良业环境）并表营收增加的影响。2018 年，城市光环境板块毛利率为 44.80%，同比下降 5.18pct；环保整体解决方案实现毛利率 27.56%，同比下降 6.70pct；净水器销售业务实现毛利率 44.20%，同比下降 4pct；市政与给排水业务实现毛利率 14.11%，同比上升 5.83pct。2）2018 年，公司财务费用为 6.7 亿元，财务费用率为 5.82%，较 2017 年上升 3.18pct。一方面是受宏观环境影响，市场融资成本普遍上升导致公司利息成本增加；另一方面是公司业务规模增加导致新增贷款及利息规模上升。2018 年，公司销售费用和管理费用分别为 2.88/5.04 亿元，销售费用率/管理费用率分别为 2.50%/4.38%，分别同比上升 0.82/0.41pct，较为平稳。

- **新增订单有所放缓，在手订单仍充足。**2018 年，公司主动控制拿单速度，年内新增工程类订单 162 项，订单金额 162.16 亿元，较 2017 年下降 49.48%；新增运营类订单 33 项，订单金额 153.85 亿元，较 2017 年下降 57.70%。截止 2018 年底，公司在手工程类订单 159.75 亿元，尚未完成运营类订单 416.57 亿元，处于运营期项目 38 个，2018 年实现运营收入 8.49 亿元。

#### 投资建议

- 我们认为，在严控 PPP 质量和融资环境较紧张的 2018 年，公司主动控制经营风险，减缓拿单和项目实施进度，保障经营的稳定性，当前业绩出现下滑具有一定的合理性。当前，融资情况有所改善，将对公司 2019 年推进在手项目的顺利实施起到积极作用。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.43\0.54\0.75 元，对应公司 4 月 18 日收盘价 9.34 元，19-21 年 PE 分别为 21.75\17.19\12.41，首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 风险提示

- 政策推进不及预期；项目进度不及预期；行业竞争愈发激烈，利润率下降；债务及融资风险；系统性风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	18,672	25,269	31,002	37,043	<b>营业收入</b>	11,518	11,803	13,748	16,957
现金	6,331	12,332	16,786	20,800	营业成本	8,084	8,307	9,472	11,371
应收账款	6,806	6,975	8,111	10,015	营业税金及附加	65	67	78	96
其他应收款	922	945	1,087	1,352	销售费用	288	319	371	458
预付账款	1,180	1,671	2,141	2,777	管理费用	504	567	687	899
存货	1,786	1,835	2,092	2,512	财务费用	670	826	1,017	1,147
其他流动资产	1,646	1,511	785	(413)	资产减值损失	349	349	349	349
<b>非流动资产</b>	38,018	37,195	36,154	34,626	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5,338	5,174	5,174	5,229	投资净收益	272	272	332	302
固定资产	610	538	465	393	<b>营业利润</b>	1,617	1,640	2,105	2,940
无形资产	26,291	25,916	25,546	25,181	营业外收入	22	22	22	22
其他非流动资产	5,778	5,567	4,969	3,824	营业外支出	9	8	8	8
<b>资产总计</b>	56,690	62,464	67,156	71,669	<b>利润总额</b>	1,630	1,654	2,119	2,953
<b>流动负债</b>	20,590	21,139	21,882	23,091	所得税	278	248	318	443
短期借款	4,125	4,093	4,046	3,987	<b>净利润</b>	1,352	1,406	1,801	2,510
应付账款	9,702	9,970	11,368	13,647	少数股东损益	107	53	89	139
其他流动负债	6,763	7,076	6,468	5,457	<b>归属母公司净利润</b>	1,245	1,353	1,712	2,371
<b>非流动负债</b>	14,253	18,182	20,632	21,730	EBITDA	2,774	2,915	3,565	4,524
长期借款	8,044	12,044	15,044	17,044	EPS (元)	0.40	0.43	0.54	0.75
其他非流动负债	6,209	6,138	5,588	4,686					
<b>负债合计</b>	34,844	39,321	42,514	44,821					
少数股东权益	3,037	3,090	3,180	3,319					
股本	3,151	3,151	3,151	3,151					
资本公积	6,692	6,647	6,599	6,646					
留存收益	9,103	10,256	11,713	13,732					
归属母公司股东权益	18,809	20,053	21,463	23,529					
<b>负债和股东权益</b>	56,690	62,464	67,156	71,669					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,305	2,834	2,790	3,673
净利润	1,352	1,353	1,712	2,371
折旧摊销	284	448	443	437
财务费用	739	826	1,017	1,147
投资损失	(272)	(272)	(332)	(302)
营运资金变动	(844)	77	(488)	(469)
其他经营现金	46	402	438	488
<b>投资活动现金流</b>	(7,984)	481	380	200
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(328)	164	0	(55)
其他投资现金	(7,655)	317	380	255
<b>筹资活动现金流</b>	6,809	2,897	1,634	489
短期借款	200	(33)	(47)	(59)
长期借款	4,366	4,000	3,000	2,000
普通股增加	11	0	0	0
资本公积增加	(143)	(45)	(48)	47
其他筹资现金	2,374	(1,025)	(1,271)	(1,499)
<b>现金净增加额</b>	130	6,213	4,803	4,362

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-16.34%	2.47%	16.48%	23.34%
营业利润	-48.19%	1.44%	28.31%	39.65%
归属于母公司净利润	-50.41%	8.73%	26.50%	38.52%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	29.81%	29.62%	31.10%	32.94%
净利率(%)	10.81%	11.46%	12.45%	13.98%
ROE(%)	6.19%	6.08%	7.31%	9.35%
ROIC(%)	8.72%	7.49%	8.57%	10.80%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	61.46%	62.95%	63.31%	62.54%
净负债比率(%)	32.09%	23.58%	6.13%	-8.43%
流动比率	0.91	1.20	1.42	1.60
速动比率	0.82	1.11	1.32	1.50
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.23	0.20	0.21	0.24
应收账款周转率	2.20	1.98	2.11	2.16
应付账款周转率	1.28	1.20	1.29	1.36
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.43	0.54	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.90	0.89	1.17
每股净资产(最新摊薄)	5.97	6.37	6.81	7.47
<b>估值比率</b>				
P/E	23.6	21.7	17.2	12.4
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.23	13.88	11.29	8.94

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。