

证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

碧水源(300070)

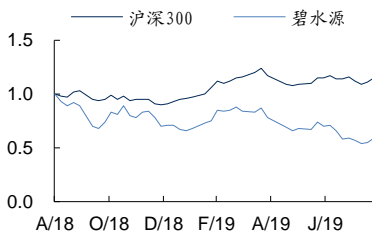
买入

2019 半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,165/2,181
总市值/流通(百万元)	20,886/14,396
上证综指/深圳成指	2,897/9,363
12 个月最高/最低(元)	11.72/5.95

相关研究报告:

- 《碧水源-300070-2018 年报点评: 主动收缩工程业务, 打造稳健型增长动力》——2019-04-16
- 《碧水源-300070-2018 三季报点评: 三季度并未好转, 但政策已回暖, 公司有望走出谷底》——2018-10-26
- 《碧水源-300070-2018 半年报点评: 项目进度和费用拖累业绩, 期待下半年回暖》——2018-08-08
- 《碧水源-300070-2017 年报点评: 水治理龙头快速增长, PPP 推动作用显著》——2018-04-23
- 《碧水源-300070-2017 年报预告点评: 业绩符合预期, 环保龙头蓄势待发》——2018-01-29

证券分析师: 姚健

电话: 010-88005301
E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

证券分析师: 王宁

电话:
E-MAIL: wangning2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

毛利率下滑和费用拖累业绩, 运营项目增多

● 业绩低于预期, 毛利率下降和费用拖累业绩, 经营性现金流好转

公司上半年实现营收 35.6 亿元, 同比-7.73%, 实现归属净利润 0.26 亿元, 同比-92.94%, 实现扣非净利润 0.21 亿元, 同比-90.07%, 低于预期, 主要是受去杠杆和 PPP 项目清库的影响, 公司为进一步控制经营风险, 对部分风险项目的实施节奏进行了主动的调整与管理。其中市政工程收入下降 18.5%, 毛利率下降 1.38pct 到 8.38%; 污水处理整体解决方案业务下滑 4.34%, 毛利率降低 10.36pct 到 24.02%; 城市光环境业务下滑 8.02%, 毛利率下降 2.14pct 到 42.35%; 净水器销售下滑 19.82%, 毛利率上升 2.88pct 到 46.58%。核心膜产品的净利率上升 4.35pct 到 19.48%。

管理费用率提升 2.41pct, 财务费用率提升 3.67pct, 整体期间费用率上升 6.66pct 到 25%。期末公司在手应收账款 57.2 亿元, 同比+18%, 但较期初有所减少, 显示公司回款有力。受此影响, 上半年公司经营性现金流净额为 1.21 亿元, 同比+108.9%。投资活动产生的现金流量净额-41.8 亿元。上半年公司计提应收账款坏账减值损失 1.28 亿元, 去年同期为 1.51 亿元。

● 新签订单放缓, 运营项目个数和收入增长较快

上半年公司新签订单也显著放缓, 新增 70 亿 EPC(-50%)+10 亿 BOT(-94%) 订单。而公司运营资产投运显著加快, 期末公司进入运营期的项目达 45 个, 同比+60.7%, 运营收入达到 4.95 亿元, 同比+26%, 增长快速, 为公司提供稳定的现金流支持。

● 下调盈利预测, 看好下半年逐渐恢复正常, 维持买入评级

公司已成功引进央企中交集团成为了公司的战略股东。中交集团作为世界领先的基础设施建设商, 资源和资金实力深厚, 双方业务的协同效应良好, 也使公司的技术和业务得到更好的应用和发展。预计自三季度开始, 公司的业务与业绩将逐步恢复和回升, 与中交集团的业务协同效应将得到逐渐释放, 业绩将得到有效恢复。公司主要业绩贡献在下半年度, 但考虑到上半年情况, 我们下调公司全年的盈利预测。我们假设公司全年营收持平, 但毛利率下滑 1pct, 同时费用提升。预计 19-21 年净利润预测分别到 9.7/13.1/18.2 亿元, 下调约 40%, 对应目前估值约 21/16/11 倍, 维持买入评级。

● 风险提示 贷款进度或不及预期, 项目进度或不及预期

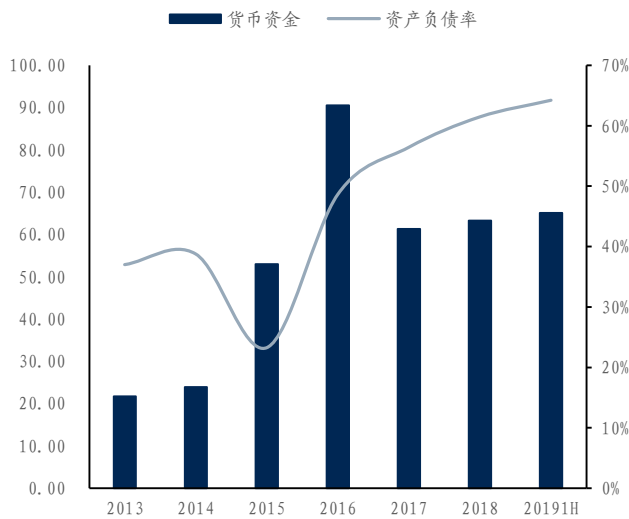
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,767	11,518	11,518	13,821	16,586
(+/-%)	54.8%	-16.3%	0.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	2,509	1,245	973	1313	1821
(+/-%)	36.0%	-50.4%	-21.8%	34.9%	38.6%
摊薄每股收益(元)	0.79	0.39	0.31	0.42	0.58
EBIT Margin	25.4%	20.0%	17.7%	19.0%	20.2%
净资产收益率(ROE)	13.9%	6.6%	5.0%	6.5%	8.7%
市盈率(PE)	8.3	16.8	21.4	15.8	11.4
EV/EBITDA	12.6	23.2	20.6	17.3	14.7
市净率(PB)	1.2	1.1	1.07	1.03	0.99

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

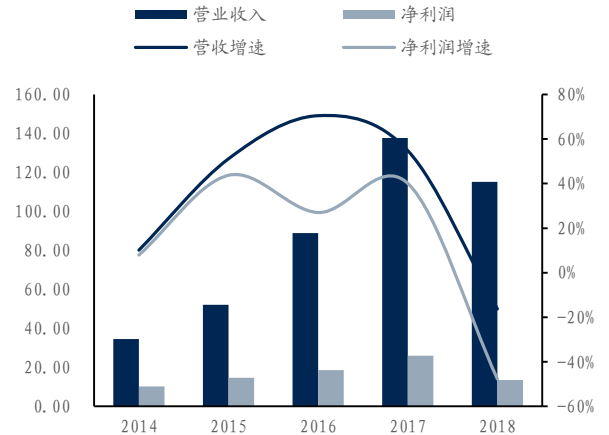
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司货币资金及资产负债率情况 (亿元, %)



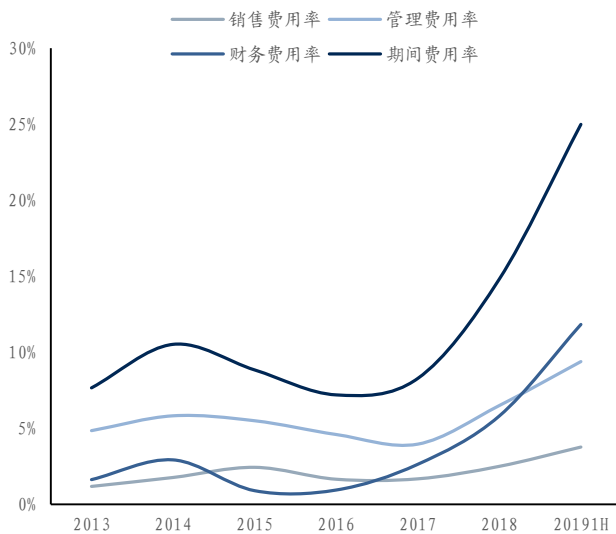
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司营收与净利润变化情况 (亿元, %)



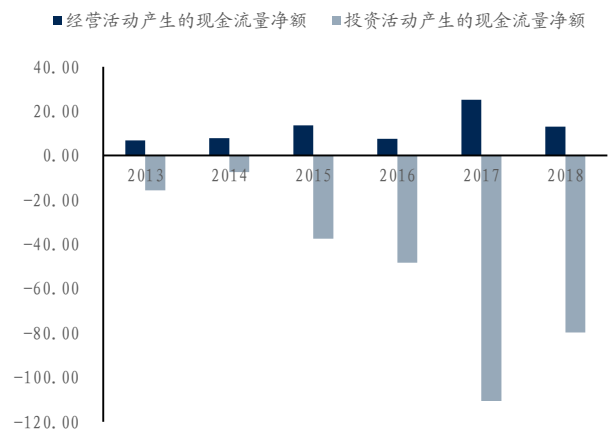
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司各项费用率变化情况 (%)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 经营活动与投资活动现金流净额变化情况 (亿元)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

毛利率下降和费用拖累全年业绩

上半年公司进一步深入调整公司业务结构, 控制经营风险, 对部分风险项目的实施节奏进行了主动的调整与管理。

利润下滑的核心原因之一: 毛利率下滑。上半年公司环保业务(水处理、固废和水生态)营收 20.76 亿元, 同比-5.09%, 毛利率下滑 9.89pct 到 24.94%。其中子公司久安建设(主要是 ppp 和污水处理相关工程)营收 14.41 亿元, 同比-9%, 净利润-0.31 亿元, 而去年同期净利润为 0.73 亿元, 显示环保工程业务建设成本、财务成本和管理成本大幅提升。而核心膜产品的净利率上升 4.35pct 到 19.48%。

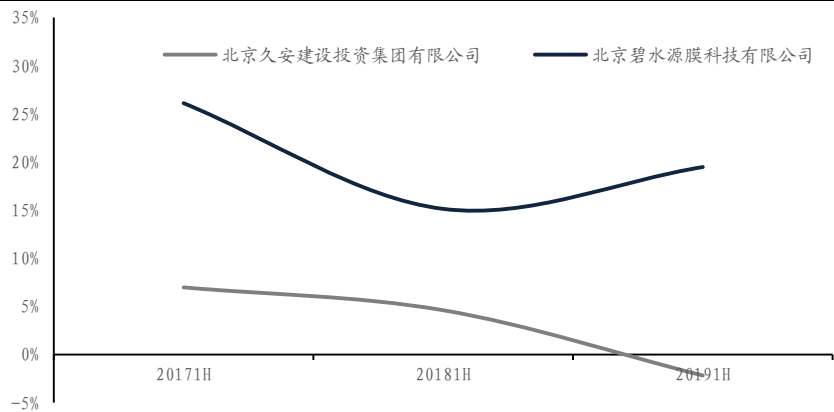
利润下滑的核心原因之二：费用大幅增长。上半年销售费用同比+8.37%，销售费用率提升 0.58pct 到 3.77%；管理费用同比+45.55%，管理费用率提升 2.41pct 到 9.39%（含研发费用）；财务费用同比+33.89%，财务费用率提升 3.67pct 到 11.84%；整体期间费用率上升 6.66pct 到 25%。在营收下滑的情况下，公司的总费用规模增长 1.8 亿元。

表 1：主要子公司近两年收入和利润情况（百万）

子公司	主营业务		20181H	20191H
北京久安建设投资集团有限公司	工程建设	营收	1583.5	1441.24
		净利润	72.9	-31.38
		净利润率	4.60%	-2.18%
北京碧水源膜科技有限公司	膜生产销售	营收	109.7	129.94
		净利润	16.6	25.31
		净利润率	15.13%	19.48%
北京良业环境科技有限公司	城市光环境服务	营收	1159.1	1066.1
		净利润	332.4	209.18
		净利润率	28.68%	19.62%
北京碧水源净水科技有限公司	净水器生产销售	营收	NA	97.76
		净利润	NA	2.37
		净利润率	NA	2.42%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 5：核心子公司净利润率变化情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

新签订单放缓，运营项目个数和收入增长较快

公司 19 年上半年期末无形资产总额为 295.75 亿元，较期初增加 32.84 亿元，主要为报告期内 TOT 项目经营权移交手续办理完毕转至无形资产。公司从 18 年二季度开始全面评估在手的 PPP 项目，开工谨慎，收缩工程业务。

公司新签订单数量显著放缓，上半年新签订单 70.4 亿 EPC+10.1 亿 BOT 类订单，新签 EPC 订单较去年减少近一半，而 BOT 类订单减少 94%。

公司大量项目进入运营期，期末公司进入运营期的项目达 45 个，同比+60.7%，运营收入达到 4.95 亿元，同比+26%，增长快速。公司前期建设的项目逐步进入运营期，运营收入将为公司提供稳定的现金流支持。

表 2: 近四年公司工程类订单情况

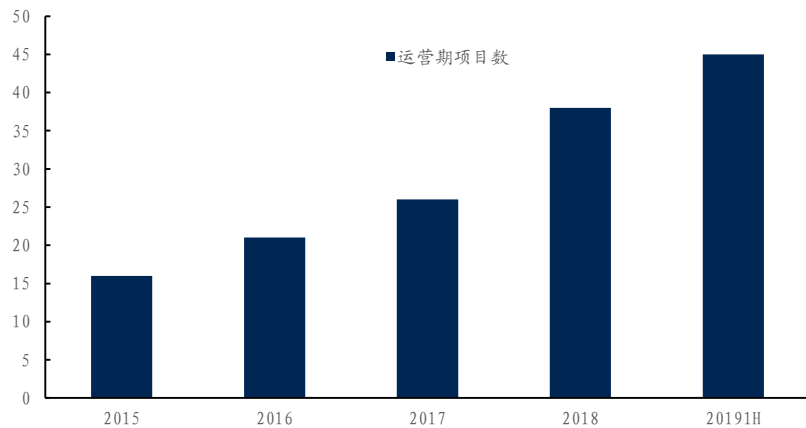
时间	新增订单数	新增订单金额 (亿)	确认收入订单数	确认收入订单金额 (亿)	期末在手订单数	期末在手订单金额 (亿)
2015	52	86.9	83	37.4245	78	37.99
2016	107	140.1	150.0	84.8	105.0	69.1
2017	176	321.0	211	146.4	207	221.7
20181H	110	144.9	97	37.7	259	243.42
2018	162	162.2	248	115.9	269	159.8
20191H	67	70.4	161	32.88	222	175.95

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 3: 近四年公司运营类订单情况

	新增订单数	新增订单金额 (亿)	本期完成	尚未完成	运营期项目数	运营收入 (亿元)
2015	27	90.1	21.36	28.51	16	2.01
2016	46	195.6	32.05	155.45	21	2.46
2017	68	363.7	87.43	416.1	26	5.77
20181H	29	164.96	129	31.29	461.15	28
2018	33	153.85	73.4	416.6	38	8.49
20191H	6	10.09	122	38.85	358.49	45

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司运营项目个数情况


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价	EPS (元)				PE	总市值 (亿元)			
			2018	2019E	2020E	2021E					
300070.SZ	碧水源	6.60	0.40	0.31	0.42	0.58	19.75	20.6	17.3	14.7	209
可比公司:											
600217.SH	中再资环	5.55	0.23	0.29	0.35	0.42	17.97	18.75	15.32	12.72	77
000826.SZ	启迪桑德	9.93	0.45	0.49	0.71	1.00	23.08	20.2	14.0	9.9	142
300422.SZ	博世科	10.82	0.66	0.91	1.20	1.44	21.23	11.94	8.99	7.50	39
300388.SZ	国祯环保	8.99	0.51	0.56	0.72	0.86	17.3	16.13	12.53	10.5	60

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	6331	6000	6000	6000	营业收入	11518	11518	13821	16586
应收款项	5962	5680	6816	8179	营业成本	8084	8235	9813	11693
存货净额	1786	1583	1885	2247	营业税金及附加	65	58	67	86
其他流动资产	4593	576	691	829	销售费用	288	346	387	431
流动资产合计	18672	13839	15392	17255	管理费用	504	841	922	1019
固定资产	0	73	78	80	财务费用	670	811	1010	1070
无形资产及其他	26291	27853	29415	30977	投资收益	272	250	250	250
投资性房地产	6388	6388	6388	6388	资产减值及公允价值变动	(349)	(200)	(150)	(150)
长期股权投资	5338	5343	5348	5353	其他收入	(213)	0	0	0
资产总计	56690	53497	56623	60054	营业利润	1617	1277	1722	2386
短期借款及交易性金融负债	4205	11514	12840	14133	营业外净收支	13	0	0	0
应付款项	0	4297	5117	6099	利润总额	1630	1277	1722	2386
其他流动负债	16385	900	1070	1273	所得税费用	278	219	295	409
流动负债合计	20590	16711	19027	21505	少数股东损益	107	84	113	157
长期借款及应付债券	12850	12870	12890	12910	归属于母公司净利润	1245	973	1313	1821
其他长期负债	1403	1403	1403	1403					
长期负债合计	14253	14273	14293	14313					
负债合计	34844	30984	33320	35818					
少数股东权益	3037	3096	3175	3285					
股东权益	18809	19417	20127	20951					
负债和股东权益总计	56690	53497	56623	60054					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1245	973	1313	1821
资产减值准备	206	(112)	(5)	(15)
折旧摊销	274	477	488	501
公允价值变动损失	349	200	150	150
财务费用	670	811	1010	1070
营运资本变动	(1080)	(6798)	(568)	(693)
其它	(185)	171	84	124
经营活动现金流	808	(5089)	1462	1888
资本开支	814	(2200)	(2200)	(2200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	486	(2205)	(2205)	(2205)
权益性融资	1214	0	0	0
负债净变化	4366	20	20	20
支付股利、利息	(1004)	(366)	(603)	(996)
其它融资现金流	(9033)	7308	1326	1293
融资活动现金流	(1095)	6963	743	317
现金净变动	199	(331)	0	0
货币资金的期初余额	6132	6331	6000	6000
货币资金的期末余额	6331	6000	6000	6000
企业自由现金流	2144	(6833)	(100)	389
权益自由现金流	(2522)	(176)	409	816

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.40	0.31	0.42	0.58
每股红利	0.32	0.12	0.19	0.32
每股净资产	5.97	6.16	6.39	6.65
ROIC	8%	5%	6%	7%
ROE	7%	5%	7%	9%
毛利率	30%	29%	29%	30%
EBIT Margin	22%	18%	19%	20%
EBITDA Margin	25%	22%	23%	23%
收入增长	-16%	0%	20%	20%
净利润增长率	-50%	-22%	35%	39%
资产负债率	67%	64%	64%	65%
息率	3.5%	1.8%	2.9%	4.8%
P/E	23.2	21.4	15.8	11.4
P/B	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	22.4	20.6	17.3	14.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032