

国资整合优化仍需时日，业绩显著改善短期难现

——碧水源(300070.SZ) 2019年半年度报告点评

公司简报

◆**事件**：公司发布2019年半年度报告，2019年上半年公司实现营业收入35.56亿元，同比减少7.73%；实现归母净利润0.26亿元，同比减少92.94%，业绩增速进一步下滑；公司营业收入(环比-3.48%)、毛利率(环比-1.87个pct)环比均有所下滑，单季归母净利润自上市以来首次为负(-0.58亿元)，低于市场预期。

◆**各项业务发展均承压，城市光环境独木难支**。受到外部环境(金融降杠杆、PPP政策进一步趋严)和内部因素(公司发展战略和业务模式调整)的双重作用，公司各项业务发展均受到一定影响：环境整体解决方案营业收入同比-4.34%至19.92亿元，成本显著上升致使毛利率减少10.36个pct至24.02%；净水器销售营业收入同比-19.82%至0.85亿元，核心技术的进一步优化带动毛利率同比增加2.88个pct至46.58%；市政工程营业收入同比-18.47%至4.14亿元，毛利率微降1.39个pct至8.38%；城市光环境解决方案为支撑公司盈利的唯一板块(净水器销售虽实现盈利，但体量太小，净利润仅为237万元)，营业收入和毛利率虽同比均有所减少(收入同比-8.02%至10.66亿元，毛利率微降2.14个pct至42.35%)，但仍实现净利润2.09亿元，保障公司上半年实现盈利。

另一方面，公司期间费用率同比增加6.65个pct至25.01%，各项期间费用率均有一定增加(销售/管理/财务费用率分别增加0.56/2.41/3.68个pct)，在各项业务发展均承压的情况下进一步拖累了公司业绩。

◆**中交集团入主整合优化仍需时日，北京良业冲刺分拆上市发展可期**。公司已于报告期内完成引入中交集团作为战略投资人的相关事宜，同时中交集团已派驻高管入主公司(副董事长、财务总监职位)，未来的协同效应释放仍需一定时日。另一方面，北京良业(公司子公司)作为国内光环境产业的领先企业正冲刺香港分拆上市，未来发展值得期待。

◆**维持“增持”评级**：在融资环境改善对公司效用不显著，且PPP政策持续收紧的情况下，公司虽积极调整发展战略，但各项业务均持续承压，审慎起见我们下调公司19-21年归母净利润至9.32/9.71/10.22亿元(原值为13.10/13.79/14.26亿元)，对应19-21年的EPS为0.29/0.31/0.32元，当前股价对应19年PE为22倍。我们认为，国资入主带来的协同效应和北京良业的快速发展有望助力公司重回增长轨道，**维持“增持”评级**。

◆**风险提示**：工程类项目回款较慢、融资环境改善对公司效用低于预期、项目进度及质量不及预期、中交集团资源整合进度不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,767	11,518	10,904	11,656	12,494
营业收入增长率	54.82%	-16.34%	-5.33%	6.90%	7.19%
净利润(百万元)	2,509	1,245	932	971	1,022
净利润增长率	35.95%	-50.41%	-25.14%	4.25%	5.20%
EPS(元)	0.79	0.39	0.29	0.31	0.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.89%	6.62%	4.75%	4.74%	4.77%
P/E	8	17	22	22	21
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月26日

增持(维持)

当前价：6.62元

分析师

殷中枢(执业证书编号：S0930518040004)
010-58452063
yinzs@ebsec.com

王威(执业证书编号：S0930517030001)
021-52523818
wangwei2016@ebsec.com

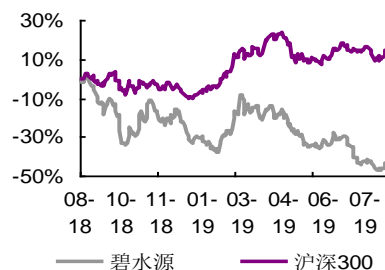
联系人

郝睿
021-52523827
haorui@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：31.65
总市值(亿元)：209.50
一年最低/最高(元)：5.95/11.72
近3月换手率：44.67%

股价表现(一年)



收益表现

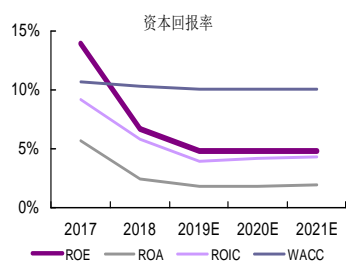
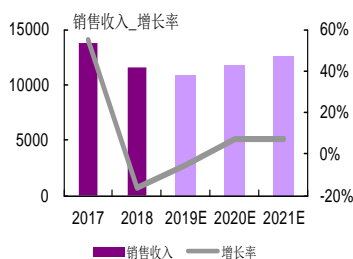
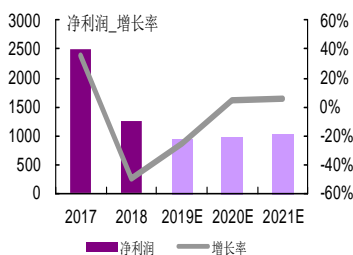
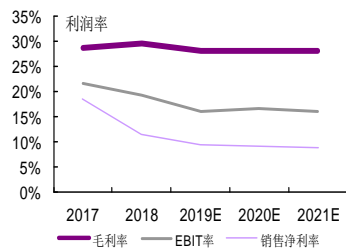
%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.82	-14.72	-54.03
绝对	0.61	-9.93	-40.78

资料来源：Wind

相关研报

业绩大幅下滑，公司发展亟需新动能——碧水源(300070.SZ) 2018年年报&2019年一季报业绩预告点评

.....2019-04-16



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,767	11,518	10,904	11,656	12,494
营业成本	9,780	8,084	7,836	8,366	8,962
折旧和摊销	216	284	1,470	1,580	1,652
营业税费	53	65	55	58	62
销售费用	231	288	327	350	375
管理费用	546	504	763	874	1,000
财务费用	363	670	915	1,049	1,070
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	450	272	300	300	300
营业利润	3,121	1,617	1,143	1,189	1,249
利润总额	3,130	1,630	1,214	1,260	1,320
少数股东损益	82	107	100	100	100
归属母公司净利润	2,509	1,245	932	971	1,022

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	45,637	56,690	57,100	59,425	60,954
流动资产	15,160	18,672	17,656	18,531	19,682
货币资金	6,132	6,331	5,452	5,828	6,247
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4,580	5,884	6,095	6,516	6,984
应收票据	52	78	76	82	87
其他应收款	1,062	922	872	932	1,000
存货	1,285	1,786	1,567	1,673	1,792
可供出售投资	604	838	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5,010	5,338	5,368	5,398	5,428
固定资产	519	610	3,718	5,984	7,380
无形资产	20,756	26,291	24,977	23,728	22,542
总负债	25,756	34,844	34,348	35,695	36,200
无息负债	13,342	17,788	13,786	14,372	14,984
有息负债	12,414	17,055	20,561	21,323	21,216
股东权益	19,881	21,847	22,753	23,730	24,754
股本	3,139	3,151	3,165	3,165	3,165
公积金	7,411	7,313	7,392	7,489	7,592
未分配利润	7,566	8,482	9,198	9,978	10,800
少数股东权益	1,808	3,037	3,137	3,237	3,337

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,514	1,305	-521	3,488	3,423
净利润	2,509	1,245	932	971	1,022
折旧摊销	216	284	1,470	1,580	1,652
净营运资金增加	2,293	-1,033	3,548	289	539
其他	-2,504	810	-6,471	647	210
投资活动产生现金流	-11,066	-7,984	-2,824	-2,730	-1,730
净资本支出	-10,019	-6,544	-3,932	-3,000	-2,000
长期投资变化	5,010	5,338	-30	-30	-30
其他资产变化	-6,057	-6,778	1,138	300	300
融资活动现金流	7,123	6,809	2,466	-382	-1,274
股本变化	12	11	14	0	0
债务净变化	7,555	4,642	3,506	761	-107
无息负债变化	2,729	4,446	-4,002	586	612
净现金流	-1,452	139	-879	376	419

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	54.82%	-16.34%	-5.33%	6.90%	7.19%
净利润增长率	35.95%	-50.41%	-25.14%	4.25%	5.20%
EBITDA 增长率	52.16%	-22.26%	28.53%	9.02%	4.29%
EBIT 增长率	48.28%	-26.11%	-21.09%	10.30%	4.11%
估值指标					
PE	8	17	22	22	21
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	15	13	12	12
EV/EBIT	11	17	24	22	22
EV/NOPLAT	13	20	28	26	25
EV/Sales	2	3	4	4	3
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	28.96%	29.81%	28.13%	28.22%	28.27%
EBITDA 率	23.46%	21.80%	29.60%	30.19%	29.38%
EBIT 率	21.90%	19.34%	16.12%	16.63%	16.15%
税前净利润率	22.74%	14.15%	11.13%	10.81%	10.56%
税后净利润率 (归属母公司)	18.23%	10.81%	8.54%	8.33%	8.18%
ROA	5.68%	2.38%	1.81%	1.80%	1.84%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.89%	6.62%	4.75%	4.74%	4.77%
经营性 ROIC	9.10%	5.74%	3.94%	4.16%	4.23%
偿债能力					
流动比率	0.89	0.91	1.03	1.14	1.29
速动比率	0.81	0.82	0.94	1.04	1.17
归属母公司权益/有息债务	1.46	1.10	0.95	0.96	1.01
有形资产/有息债务	1.92	1.72	1.52	1.64	1.77
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.79	0.39	0.29	0.31	0.32
每股红利	0.09	0.04	0.03	0.03	0.03
每股经营现金流	0.79	0.41	-0.16	1.10	1.08
每股自由现金流(FCFF)	-2.99	-0.96	-1.37	0.00	0.29
每股净资产	5.71	5.94	6.20	6.48	6.77
每股销售收入	4.35	3.64	3.45	3.68	3.95

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 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。

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, 本公司的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, 本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。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。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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼