

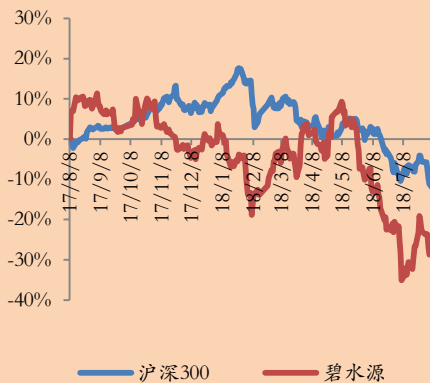


碧水源 (300070)

投资评级: 增持

报告日期: 2018-08-09

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

传统业务拖累业绩, 光环境业务表现靓丽

事件:

公司近日发布 2018 年半年报: 上半年实现营收 38.54 亿元, 同比增长 33.14%; 实现归母净利润 3.65 亿元, 同比下降 31.65%。

主要观点:

□ 营收增长低于预期, 期间费用和资产减值损失拖累上半年业绩

公司上半年归母净利润同比下滑, 其主要原因是去年处置盈德气体获益 1.8 亿元, 扣非后净利润同比增长 10.2%, 但仍低于市场预期, 也是近五年来增速最慢的一年。公司上半年整体费用率业绩同比上升 5.33 个百分点至 18.36%。期间财务费用增长迅猛, 同比增长 180%, 占营收规模同比上升 4.28 个百分点至 8.17%, 其原因是上半年金融去杠杆、融资环境趋紧等多种因素造成的。此外, 公司上半年资产减值损失为 1.51 亿元, 比去年扩大了约 3 倍, 主要来自于污水处理解决方案和市政工程业务板块。

□ 市政工程业务继续下滑, 光环境业务业绩增长抢眼

公司传统业务的污水处理整体解决方案板块营收同比增长 34.05%, 毛利水平与前期基本持平; 市政工程端营收同比下滑 54.05%, 下滑显著。其原因是受制于外部环境因素影响, 公司对 PPP 业务有所调整, 项目推进更为谨慎。但我们注意到, 公司拿单速度并未放缓: 上半年分别新签 EPC 和 BOT 订单 145、165 亿元, 分别同比增长 29.3%、12.3%, 订单储备丰厚。随着国家黑臭河治理工作逐渐结束, 公司未来订单将回归到以乡镇污水处理的主业上来。公司去年新增的城市光环境板块增长迅猛, 其子公司良业环境上半年营收规模 11.59 亿元, 超过去年全年体量, 成为公司业绩增长新支点。净水器业务营收同比增长 5.86%, 保持平稳增长, 毛利率略有下滑。

□ 盈利预测与估值

上半年行业整体收到宏观环境因素影响, 融资环境恶化, PPP 项目拓展有所放缓, 估值水平持续受到压制, 目前已滑落到近三年底部。随着近期中央有关部委释放出的宽松信号, 叠加公司订单丰厚+光环境业务有望超预期, 公司或将从中受益。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.13 元、1.48 元、1.68 元, 对应的 PE 分别为 11 倍、8 倍、7 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

宏观与政策性风险; 项目推进不及预期; 竞争加剧致使毛利下滑。

盈利预测: 单位: 百万元

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13767	18228	23040	27602
收入同比 (%)	55%	32%	26%	20%
归属母公司净利润	2509	3560	4649	5307
净利润同比 (%)	36%	42%	31%	14%
毛利率 (%)	29.0%	32.3%	31.0%	29.6%
ROE (%)	13.0%	15.7%	17.1%	16.6%
每股收益	0.80	1.13	1.48	1.68
P/E	15.03	10.59	8.11	7.11
P/B	2.09	1.76	1.46	1.23
EV/EBITDA	16	6	4	3

资料来源: wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	15,160	20,584	32,199	42,703	营业收入	13,767	18,228	23,040	27,602
现金	6,132	7,222	15,336	22,440	营业成本	9,780	12,332	15,899	19,428
应收账款	5,642	9,057	11,111	12,779	营业税金及附加	53	192	206	200
其他应收款	1,062	1,156	1,571	1,921	销售费用	231	344	441	493
预付账款	703	997	1,445	1,980	管理费用	546	908	1,098	1,263
存货	1,285	1,294	1,626	2,193	财务费用	363	463	390	271
其他流动资产	337	858	1,108	1,391	资产减值损失	143	143	(95)	16
非流动资产	30,476	28,679	27,643	26,626	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	5,010	5,261	5,524	5,800	投资净收益	450	495	545	599
固定资产	519	486	454	421	营业利润	3,121	4,342	5,646	6,530
无形资产	20,756	19,372	18,081	16,875	营业外收入	20	23	22	22
其他非流动资产	4,191	3,560	3,585	3,530	营业外支出	10	5	6	6
资产总计	45,637	49,263	59,842	69,329	利润总额	3,130	4,361	5,662	6,546
流动负债	17,090	20,046	25,734	29,455	所得税	539	678	906	1,080
短期借款	3,925	3,882	3,790	3,657	净利润	2,591	3,683	4,755	5,466
应付账款	8,302	9,541	12,896	15,761	少数股东损益	82	122	106	159
其他流动负债	4,863	6,622	9,047	10,036	归属母公司净利润	2,509	3,560	4,649	5,307
非流动负债	8,666	5,822	6,227	6,989	EBITDA	3,674	6,221	7,360	8,039
长期借款	3,678	3,678	3,678	3,678	EPS (元)	0.80	1.13	1.48	1.68
其他非流动负债	4,988	2,144	2,549	3,311					
负债合计	25,756	25,867	31,961	36,443					
少数股东权益	1,808	1,930	2,037	2,195	主要财务比率				
股本	3,139	3,151	3,151	3,151	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	6,835	6,901	6,968	6,901	成长能力				
留存收益	8,141	11,414	15,726	20,639	营业收入	54.82%	32.40%	26.40%	19.80%
归属母公司股东	18,073	21,465	25,845	30,690	营业利润	41.07%	39.11%	30.03%	15.67%
负债和股东权益	45,637	49,263	59,842	69,329	归属于母公司净利	35.95%	41.88%	30.58%	14.15%
					获利能力				
					毛利率(%)	28.96%	32.35%	30.99%	29.61%
					净利率(%)	45.09%	18.23%	19.53%	20.18%
					ROE(%)	13.03%	15.74%	17.06%	16.62%
					ROIC(%)	34.12%	17.57%	22.15%	28.89%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	56.44%	52.51%	53.41%	52.57%
					净负债比率(%)	22.54%	26.16%	2.72%	-1.80%
					流动比率	0.89	1.03	1.25	1.45
					速动比率	0.81	0.96	1.19	1.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.38	0.42	0.43
					应收账款周转率	3.12	2.92	2.64	2.71
					应付账款周转率	2.08	2.04	2.05	1.93
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.80	1.13	1.48	1.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.18	2.60	2.25
					每股净资产(最新摊薄)	5.74	6.81	8.20	9.74
					估值比率				
					P/E	15.0	10.6	8.1	7.1
					P/B	2.1	1.8	1.5	1.2
					EV/EBITDA	16.23	6.30	4.29	3.13

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

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。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。