

18年业绩不及预期,期待新引擎推动新增长

核心观点:

1. 事件

公司发布2018年报,全年实现营业收入115.18亿元,同比下降16.34%,归母净利润12.45亿元,同比减少50.41%,扣非后归母净利润12.77亿元,同比减少43.70%。2018年实现EPS为0.40元,同比减少50%。公司第四届董事会第二十二次会议审议通过《2018年度利润分配预案》,以3,150,510,734基数,每10股派发现金股利0.39元(含税)。

2. 我们的分析与判断

(一) 18年业绩降幅明显,两举措保障稳定经营

2018年公司净利润下降幅度超过50%,远高于同期营业收入下降速度,一方面是由于去年国家实施金融去杠杆、严控PPP项目风险等举措,公司为了控制经营风险,对部分项目的实施节奏进行了调整与管理,导致公司的业务及业绩部分下滑。另一方面,管理费用(含研发费用)和财务费用的大幅增长也进一步压缩了公司的盈利空间。报告期内公司管理费用率为6.5%,同比增长2.5pct,增长的主要原因是良业环境的并表和计提员工激励;财务费用率为5.8%,同比增长3.2pct,主要是由于新增贷款和利率上浮所造成的利息支出增加。

2018年公司经营活动现金流净额13.04亿,同比减少48.09%,报告期内受降杠杆及PPP项目清库等政策影响,公司的经营业绩下降、PPP项目信贷周期变长,项目回款有所滞后。报告期内公司销售商品、提供劳务收到的现金共计112.66亿元,收现比为97.8%,同比增加16.1pct。而公司投资活动现金支出79.84亿元,同比减少27.86%。加强项目回款和减少投资支出两项举措保障公司经营的安全性,也能够为后期的业务扩张提供资金支持。

(二) 水治理收入下降,订单与技术优势依然突出

水治理业务收入下降,充足在手订单保障未来业绩。受大环境影响,2018年公司水环境治理相关业务下滑明显,其中环保整体解决方案营收78.29亿元,同比减少11.07%;净水器销售营收2.27亿元,同比减少10.32%;市政与给排水营收12.23亿元,同比减少66.10%。报告期内,公司新增EPC订单162个,合同金额162亿元,未确认收入169亿元;新增PPP订单(BOT/TOT)33个,投资金额154亿元,处于运营期项目38个,运营收入8.49亿元。未来随着EPC项目建设完成、PPP项目转入运营期,将带来大量的确认收入和运营收入。

碧水源 (300070.SZ)

谨慎推荐 首次评级

分析师

周然

☎: (8610) 66568494

✉: zhouran@ChinaStock.com.cn

职业资格证书编号: S0130514020001

特此鸣谢

严明

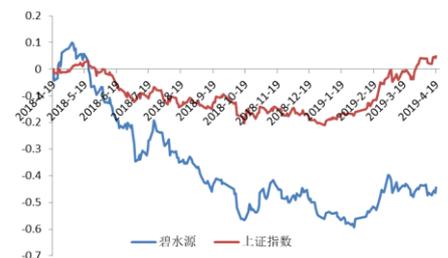
✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2019-04-19

A股收盘价(元)	9.68
A股一年内最高价(元)	19.30
A股一年内最低价(元)	7.04
上证指数	3270.80
市盈率	24.5
总股本(万股)	315051.65
实际流通A股(万股)	216002.65
限售的流通A股(万股)	99048.42
流通A股市值(亿元)	209.09

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

公司在水治理领域优势明显，仍有较强的业内竞争力。在国家着力改善生态环境质量、加强生态文明建设的大环境下，环保政策稳步实施，我国开始采取更强治污手段、更严格排放标准来约束地方政府和企业。膜技术已经成为解决我国水脏、水少、饮水不安全问题的主流技术，并进一步在市场上得到认可，特别是成为了部分缺水地区的关键技术。公司作为国内膜技术领域及污水资源化领域的领军者，在不同领域均拥有专项技术。比如针对城市再生水厂的埋式 MBR；针对农村农业废水的 CWT；针对供水的 DF；针对污水资源化的 MBR+DF 等。先进技术配合创新理念、运营实力实现业务的不断扩大，形成了多个核心区域市场，遍布全国二百多个城市，为未来公司的进一步发展奠定了基础。

（三）城市光环境业务表现优秀，有望成为公司发展的新引擎

碧水源与良业环境强强联合，协同效应突显综合治理优势。2018 年公司城市光环境解决方案业务板块实现营业收入 22.39 亿元，同比增长 103.19%。城市光环境解决方案是指在实现城市规划目标的基础上，结合城市建筑生态，凭借先进、环保的照明技术，对城市的室内、景观、道路以及其他公共区域进行针对性设计，最终带来环境效益、经济效益、社会效益。碧水源与国内领先的城市光环境运营商良业环境强强联合，在地方政府资源对接、品牌效应等方面形成协同，未来可借助良业环境的优势进军大型会展、重要建筑集群周边自然景观修复市场，带来新的订单入口。预计未来几年城市光环境业务板块仍将保持快速成长态势，成为公司发展的另一引擎，为公司未来的发展奠定了坚实基础。

3. 投资建议

2018 年，在金融去杠杆和 PPP 规范化背景下，公司主动出击管控风险，减少订单数量，减缓项目投资，虽然导致业绩下滑但也保障了公司稳定经营。随着 2019 年融资环境改善，公司有望凭借其领先的技术水平、充足的在手订单、丰富的运营经验保障业绩增长。我们预计公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 0.50 元、0.60 元、0.75 元，对应 PE 为 19.4X、16.1X、12.9X。考虑公司作为膜法水处理行业龙头具有一定估值溢价，当前估值仍具有一定吸引力，未来公司将进一步与良业环境产生协同效应增强盈利能力，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示

政策实施不及预期，项目推进速度不及预期，市场竞争加剧，公司经营发生合规问题等

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

周然，电力等公用事业兼新能源行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn