

碧水源 (300070)

回归核心主业，重回高质量发展

推荐 (维持)

现价: 9.04 元

主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.originwater.com
大股东/持股	文剑平/22.77%
实际控制人	文剑平
总股本(百万股)	3,151
流通 A 股(百万股)	2,160
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	284.81
流通 A 股市值(亿元)	195.27
每股净资产(元)	6.01
资产负债率(%)	61.4

行情走势图



相关研究报告

《碧水源*300070*订单持续增长，良业环境表现大超预期》 2018-08-08

证券分析师

庞文亮 投资咨询资格编号
S1060518110002
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

4月15日，公司披露2018年年报，实现收入115.18亿元，同比下降16.34%，实现归母净利润12.45亿元，同比下降50.41%，每股收益0.40元，每股净资产5.97元，计划每10股派发现金红利0.39元（含税）。

4月25日，公司披露2019年一季度报，实现收入18.10亿元，同比下降21.26%，实现归母净利润0.83亿元，同比下降46.06%。

平安观点:

- **主动收缩业务致使收入下滑，光环境业务表现亮眼：**2018年，公司污水处理整体解决方案和市政工程合计实现收入90.52亿元，同比下降27.07%，主要是公司为控制经营风险，对部分风险项目的实施节奏进行了调整与管理，导致业务及业绩部分下滑所致。2018年公司光环境业务实现收入22.39亿元，同比增长117.03%。光环境业务实施周期短，回款迅速，全年经营活动产生的现金流量净额达9.23亿元，远超4.73亿元的净利润，可以和现金消耗较大的PPP业务形成良好的互补。
- **费用&减值大幅上升，拖累全年业绩：**2018年公司管理费用（含研发费用）增加2.03亿元，主要是良业环境经营较好，公司计提近1亿元员工激励所致，此外良业环境本年为全年合并数据也有一定影响。2018年公司财务费用增加3.07亿元，主要是PPP业务驱动负债大幅提升，同时融资成本也有所上升所致。2018年公司有息负债增加超过50亿元，19年一季度继续增加20.23亿元，预计短期利息支出仍将呈上升趋势。2018年公司资产减值损失中坏账损失增加2.03亿元，主要是应收账款规模增加导致计提增加，同时公司对质量较差的项目计提减值所致，后期随着公司项目质量提升以及降低生态类PPP项目数量，预计减值将呈下降趋势。
- **运营收入快速增长，项目质量仍有待观察。**2018年和2019年一季度公司运营项目数量分别为38、43个，运营收入分别为8.49、2.24亿元，同比分别增长47.30%、80.14%。公司特许经营权中约60亿元的资产已开始

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,767	11,518	11,975	12,749	13,401
YoY(%)	54.8	-16.3	4.0	6.5	5.1
净利润(百万元)	2,509	1,245	1,230	1,319	1,462
YoY(%)	36.0	-50.4	-1.2	7.2	10.9
毛利率(%)	29.0	29.8	29.7	29.2	29.1
净利率(%)	18.2	10.8	10.3	10.3	10.9
ROE(%)	13.0	6.2	5.8	5.9	6.2
EPS(摊薄/元)	0.80	0.40	0.39	0.42	0.46
P/E(倍)	11.3	22.9	23.2	21.6	19.5
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3

运营并开始摊销，有超过 200 亿元的资产仍在建设中，未来将逐步投入运营，缓解公司资金压力，考虑到规模较大，将直接影响 SPV 公司项目贷款的偿付情况，运营项目质量仍需长期观察。

- 订单大幅回落，结构逐渐优化：**2018 年下半年开始，公司主动降低生态类 PPP 订单规模，加大承接 EPC 类订单以及带污水处理等能充分应用公司膜技术的订单，以加快资金周转同时提升公司盈利能力。2018 年和 2019 年一季度公司新增 EPC+BT 类订单分别为 162.16、60.89 亿元，同比分别下降 49.48%、30.95%，新增 BOT+TOT 订单分别为 153.85、3.00 亿元，同比分别下降 57.70%、97.32%，订单大幅回落，尤其是 2019 年一季度，EPC 类订单占比超过 95%，订单结构趋于优化。
- 经营现金流大幅改善，在手现金充足助力公司稳健发展：**2018 年公司销售商品提供劳务收到的现金比营业收入为 97.31%，创几年新高。全年公司经营活动产生的现金流量净额达 13.05 亿元，与归母净利润基本匹配，投资活动现金流出 88.90 亿元，与去年同期相比减少 49.25 亿元。截至 2019 年一季度末，公司在手现金 48.77 亿元，主要偿付压力集中于 2020 年后的中票，且近期公司拟新注册发行不超过 40 亿元的中期票据，短期无流动性风险，未来发展有保障。
- 盈利预测：**为确保公司经营安全，公司主动收缩业务规模，基于此，我们下调公司 2019-2021 年 EPS 预测分别为 0.39、0.42、0.46 元（前值 2019 年 1.12 元，2020 年 1.29 元），同比分别增长-1.2%、7.2%、10.9%，对应 2019-2021 年 PE 分别为 23.2、21.6、19.5 倍。考虑到公司订单结构趋于优化、运营收入快速增长、经营现金流大幅改善，业绩有望企稳回升，且目前估值处于行业较低水平，维持公司“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 融资环境趋紧致使资产负债率和财务费用持续上升，公司 PPP 项目需投入大量资金，如果融资环境持续趋紧，公司财务费用将持续攀升；2) 无形资产摊销风险：截至 2019 年 3 月 31 日，公司无形资产高达 271.78 亿元，后期将逐步进入摊销，如果项目质量较差，后期可能出现摊销加快导致净利润增长变缓风险；3) PPP 政策变化风险：公司在手订单中 PPP 订单占比较大，未来 PPP 政策变化可能对公司业绩产生影响。

图表1 公司 EPC+BT 类订单快速下降

EPC+BT	新增订单							确认收入订单		期末在手订单	
	数量	金额(亿元)	同比	已签订合同		尚未签订合同		数量	金额(亿元)	数量	未确认收入(亿元)
				数量	金额(亿元)	数量	金额(亿元)				
2016	107	140.08		100	127.19	7	12.88	150	84.76	105	69.08
2017	176	320.99	129.15%	166	299.02	10	21.96	211	146.35	207	221.75
2018	162	162.16	-49.48%	154	128.18	8	33.98	248	115.91	269	159.75
17Q1	21	39.84		11	6.82	10	33.02	84	10.75	98	63.75
18Q1	47	88.18	121.35%	9	8.39	38	79.79	35	24.19	196	205.94
19Q1	32	60.89	-30.95%	25	32.72	7	28.17	114	17.44	296	175.03

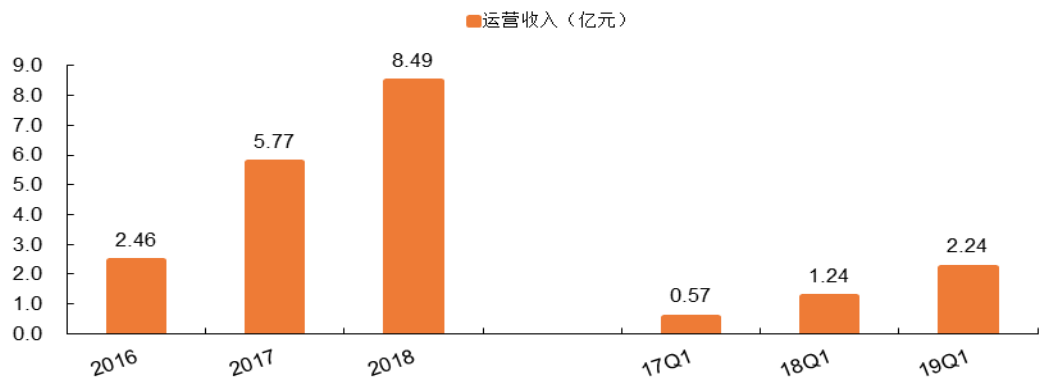
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表2 公司 BOT+TOT 类订单快速下降

BOT+TOT	新增订单							尚未执行订单		处于施工期订单		
	数量	投资金额(亿元)	同比	已签订合同		尚未签订合同		数量	投资金额(亿元)	数量	本期完成的投资金额(万元)	未完成投资金额(亿元)
				数量	投资金额(亿元)	数量	投资金额(亿元)					
2016	46	195.59		39	158.99	7	36.60	7	36.60	63	32.05	155.45
2017	68	363.72	85.96%	63	348.02	5	15.70	5	15.70	115	87.40	416.07
2018	33	153.85	-57.70%	32	152.23	1	1.62	1	1.62	129	73.42	416.57
17Q1	13	56.56		5	31.14	8	25.41	8	25.41	64	2.25	184.34
18Q1	16	112.01	98.06%	8	96.76	8	15.25	10	18.40	122	13.23	480.40
19Q1	2	3.00	-97.32%	1	2.07	1	0.93	2	3.00	125	11.21	407.43

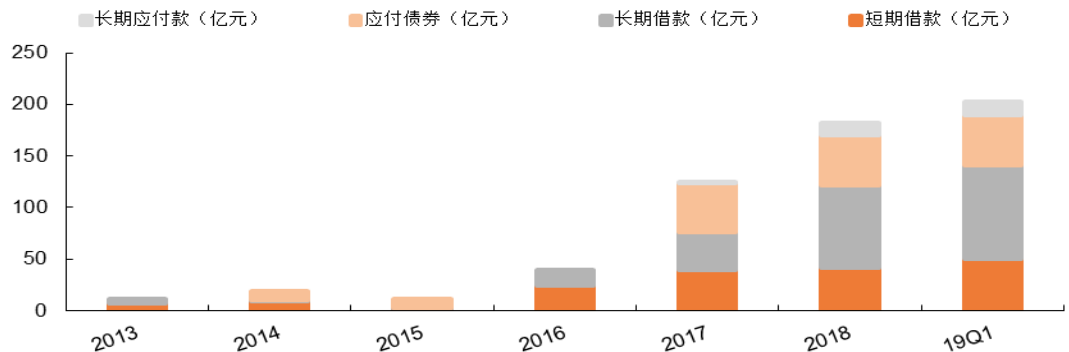
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表3 公司运营收入持续增长



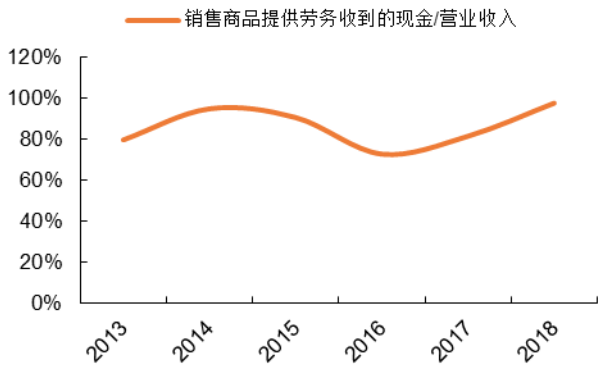
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表4 公司有息负债快速增加



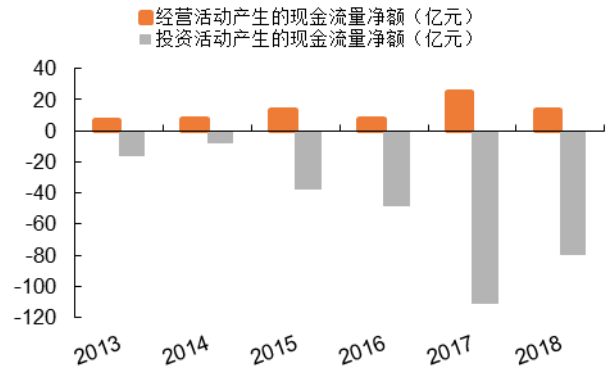
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表5 公司现金收入比大幅上升



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表6 公司投资活动产生的现金流量净额呈下降趋势



资料来源:公司公告、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	18672	18261	17455	17896
现金	6331	5366	4611	3930
应收票据及应收账款	5962	6012	6130	6632
其他应收款	944	1160	1080	1274
预付账款	1180	1214	1104	1333
存货	1786	2040	2061	2258
其他流动资产	2469	2469	2469	2469
非流动资产	38018	42576	47180	51799
长期投资	5338	5709	6091	6486
固定资产	610	718	898	1118
无形资产	26359	30125	33859	37562
其他非流动资产	5711	6025	6332	6633
资产总计	56690	60838	64635	69695
流动负债	20590	21846	22088	23749
短期借款	4125	4059	4081	4073
应付票据及应付账款	9928	10351	9699	11416
其他流动负债	6537	7437	8308	8259
非流动负债	14253	15932	18278	20291
长期借款	12850	14529	16875	18887
其他非流动负债	1403	1403	1403	1403
负债合计	34844	37779	40366	44040
少数股东权益	3037	3143	3257	3382
股本	3151	3151	3151	3151
资本公积	6692	6692	6692	6692
留存收益	9103	10307	11597	13028
归属母公司股东权益	18809	19916	21012	22273
负债和股东权益	56690	60838	64635	69695

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1305	1690	2268	2738
净利润	1352	1335	1432	1588
折旧摊销	284	304	356	415
财务费用	670	824	865	859
投资损失	-272	-301	-322	-336
营运资金变动	-1052	-472	-63	213
其他经营现金流	324	0	0	0
投资活动现金流	-7984	-4561	-4637	-4698
资本支出	6548	4187	4221	4225
长期投资	-645	-371	-412	-395
其他投资现金流	-2081	-745	-827	-869
筹资活动现金流	6809	1906	1614	1278
短期借款	200	-67	22	-7
长期借款	4362	1679	2346	2013
普通股增加	11	0	0	0
资本公积增加	-143	0	0	0
其他筹资现金流	2379	294	-754	-727
现金净增加额	139	-965	-755	-682

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11518	11975	12749	13401
营业成本	8084	8416	9022	9502
营业税金及附加	65	69	73	76
营业费用	288	300	319	336
管理费用	504	524	558	586
研发费用	245	255	271	285
财务费用	670	824	865	859
资产减值损失	349	330	300	250
其他收益	31	40	50	60
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	272	301	322	336
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	1617	1597	1712	1902
营业外收入	22	20	22	21
营业外支出	9	7	8	8
利润总额	1630	1610	1727	1915
所得税	278	275	295	327
净利润	1352	1335	1432	1588
少数股东损益	107	106	113	126
归属母公司净利润	1245	1230	1319	1462
EBITDA	2822	2438	2698	3038
EPS (元)	0.40	0.39	0.42	0.46

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-16.3	4.0	6.5	5.1
营业利润(%)	-48.2	-1.2	7.2	11.1
归属于母公司净利润(%)	-50.4	-1.2	7.2	10.9
获利能力				
毛利率(%)	29.8	29.7	29.2	29.1
净利率(%)	10.8	10.3	10.3	10.9
ROE(%)	6.2	5.8	5.9	6.2
ROIC(%)	5.7	4.3	4.3	4.5
偿债能力				
资产负债率(%)	61.5	62.1	62.5	63.2
净负债比率(%)	55.2	68.8	79.7	87.1
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	2.2	2.0	2.1	2.1
应付账款周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.39	0.42	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.54	0.72	0.87
每股净资产(最新摊薄)	5.97	6.32	6.67	7.07
估值比率				
P/E	22.9	23.2	21.6	19.5
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	15.4	19.5	18.9	17.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033