

公告点评

2019年10月15日

公用事业/环保 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 11.45  
合理价格区间(元): 14.04~16.20

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

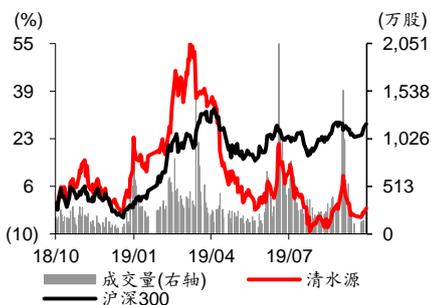
**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

**施静** 010-56793967  
联系人 shi\_jing@htsc.com

相关研究

- 1《清水源(300437,买入): 业绩低于预期, 回款同比改善》2018.10
- 2《清水源(300437,买入): 逻辑得到验证, 业绩持续高增长》2018.08
- 3《清水源(300437,买入): “小而美”工业水龙头持续高增长》2018.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩低于预期, 同生环境影响可控

### 清水源(300437)

#### 业绩低于预期, 适当下调盈利预测

公司发布业绩预告, 预计 1-3Q19 实现归母净利润 1.0-1.5 亿元 (同比下降 5%~35%), 3Q 预计实现归母净利 2795-7410 万元 (同比变动-37%~66%) 低于市场及我们的预期。我们判断公司盈利水平不及预期主要由于同生环境管理层变动对业务产生一定影响, 同时水处理剂副产品价格同比下跌。我们适当下调公司盈利预测, 预计 2019-2020 年公司归母净利润分别为 2.35/2.92 亿元 (调整前为 2.46/2.94 亿元)。参考可比公司 2019 年平均 P/E 14x, 给予公司 2019 年 13-15xP/E, 对应目标价 14.04-16.20 元/股, 维持“买入”评级。

#### 前三季度归母净利润同比下降

公司预计 1-3Q19 实现归母净利润 1.0-1.5 亿元 (同比下降 5%~35%), 3Q 预计实现归母净利 2795-7410 万元 (同比变动-37%~66%)。我们判断由于公司主营产品 HEDP (水处理剂) 产销情况保持稳定, 归母净利润下降可能由于以下两个原因: 1) 同生环境因管理层变动对经营业绩产生一定影响; 2) 水处理剂副产品价格同比下跌明显。我们判断四季度公司主要产品 HEDP (水处理剂) 景气度预计依旧维持在较好水平, 子公司中旭建设、安得科技 1H19 净利润分别同比提升 32%/12%, 下半年为工程业务结算传统高峰期, 我们预计中旭建设 2H19 经营业绩有望继续保持较快增速。

#### 同生环境管理层调整完成, 总体影响可控

公司于 8 月 22 日发布《关于公司全资子公司涉及诉讼的公告》告知同生环境原管理层涉及诉讼的始末, 并于 10 月 10 日发布《第二次临时股东大会决议的公告》宣布免除同生环境原管理层宋颖标先生董事职位的决议。同生环境系公司全资子公司, 1H19 贡献净利润 2037 万元 (同比增长 17%), 此番管理层变动对同生环境 3Q19 业绩产生一定影响, 但截至目前管理层方面人员调整已经完成, 预计全年负面影响可控。

#### 适当下调盈利预测, 维持“买入”评级

公司拟扩建主业水处理剂产能 18 万吨, 2020 年上半年开建, 计划建设期三年, 公司预计 2020 年应能有一部分投产, 提振产量。同时, 目前同生环境管理层方面人员调整已经完成, 目前由董事长亲自管理该子公司, 2020 年同生环境业绩有望重新步入正轨。我们适当下调公司盈利预测, 预计 2019-2020 年公司归母净利润分别为 2.35/2.92 亿元 (调整前为 2.46/2.94 亿元)。参考可比公司 2019 年平均 P/E 14x, 给予公司 2019 年 13-15xP/E, 对应目标价 14.04-16.20 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 中旭建设/安得科技业绩承诺未完成; 投资类项目扩张过快使现金流恶化; 扩产计划进度低于预期; 同生环境业绩低于预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	218.32
流通 A 股 (百万股)	133.74
52 周内股价区间 (元)	10.53-18.29
总市值 (百万元)	2,500
总资产 (百万元)	4,720
每股净资产 (元)	7.21

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	841.13	1,712	1,849	2,183	2,854
+/-%	75.69	103.55	7.97	18.10	30.73
归属母公司净利润 (百万元)	113.26	247.01	235.31	291.50	395.52
+/-%	150.37	118.10	(4.74)	23.88	35.69
EPS (元, 最新摊薄)	0.52	1.13	1.08	1.34	1.81
PE (倍)	21.84	10.01	10.51	8.49	6.25

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度 (pct)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
收入增速 (%)	14.8%	11.5%	8.0%	18.1%	-6.8	6.6
毛利率 (%)	31.3%	32.3%	36.1%	35.8%	4.8	3.5
期间费用率 (%)	13.2%	12.5%	13.3%	12.6%	0.1	0.1
净利率 (%)	12.2%	13.1%	12.7%	13.4%	0.5	0.3
归母净利润 (百万元)	246	294	235	292	-4%	-1%
EPS (元)	1.13	1.35	1.08	1.34	-4%	-1%

资料来源: 华泰证券研究所

### 下调盈利预测, 维持“买入”评级

我们预计 2019-2020 年公司归母净利润分别为 2.35/2.92 亿元(调整前为 2.46/2.94 亿元)。参考可比公司 2019 年平均 P/E 14x, 给予公司 2019 年 13-15xP/E, 对应目标价 14.04-16.20 元/股, 维持“买入”评级。

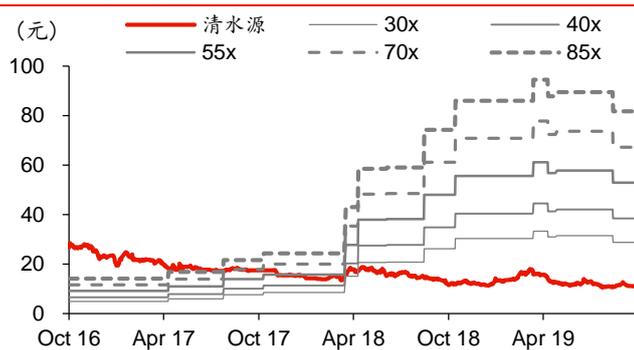
图表2: 可比公司估值表 (2019/10/14)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		市值(mn)		市盈率 (x)		市净率 (x)		净资产收益率		来源
		2019/10/14	2019/10/14	19E	20E	19E	20E	19E	20E			
碧水源	300070.SZ	7.08	22,405	16	14	1.1	1.0	7%	7%	Wind		
瀚蓝环境	600323.SH	18.30	14,023	14	12	2.1	1.9	15%	16%	Wind		
博世科	300422.SZ	10.44	3,715	11	9	2.1	1.7	20%	20%	Wind		
先河环保	300137.SZ	7.90	4,353	12	11	2.0	1.7	17%	16%	Wind		
上海洗霸	603200.SH	25.00	2,533	19	17	2.9	2.6	16%	15%	Wind		
平均值				14	11	1.8	1.6	14%	15%			
清水源	300437.SZ	11.45	2,500	11	9	1.3	1.1	16%	17%	华泰		

资料来源: Wind、华泰证券研究所

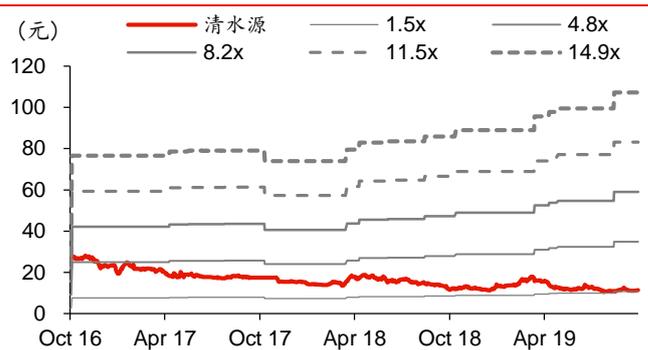
### PE/PB – Bands

图表3: 清水源历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 清水源历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,726	2,005	2,432	2,641	3,188
现金	217.84	289.39	572.63	449.83	335.89
应收账款	775.57	875.12	944.85	1,116	1,459
其他应收账款	165.41	134.57	145.29	171.59	224.32
预付账款	51.56	30.20	33.17	39.37	51.55
存货	407.14	576.78	633.34	751.72	984.43
其他流动资产	108.91	98.80	102.85	112.78	132.70
非流动资产	1,361	1,907	2,176	2,490	2,786
长期投资	15.93	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	220.63	353.19	504.07	676.99	867.62
无形资产	359.95	389.87	418.26	445.20	470.75
其他非流动资产	764.91	1,164	1,254	1,368	1,448
资产总计	3,088	3,911	4,608	5,132	5,974
流动负债	1,618	1,924	2,028	2,257	2,695
短期借款	454.40	590.94	590.94	590.94	570.80
应付账款	453.47	489.09	527.34	614.38	789.49
其他流动负债	710.23	843.72	909.77	1,052	1,335
非流动负债	76.33	317.28	676.28	676.28	676.28
长期借款	57.97	291.40	291.40	291.40	291.40
其他非流动负债	18.36	25.88	384.88	384.88	384.88
负债合计	1,694	2,241	2,704	2,933	3,371
少数股东权益	197.72	243.37	291.97	342.35	410.74
股本	218.32	218.32	218.32	218.32	218.32
资本公积	642.23	642.23	642.23	642.23	642.23
留存公积	322.16	545.16	751.65	995.31	1,332
归属母公司股东权益	1,196	1,427	1,612	1,856	2,192
负债和股东权益	3,088	3,911	4,608	5,132	5,974

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	26.39	84.71	388.63	403.39	443.71
净利润	113.26	247.01	235.31	291.50	395.52
折旧摊销	32.32	53.98	67.46	83.30	101.51
财务费用	9.72	53.07	78.52	82.47	82.38
投资损失	(1.35)	(1.54)	(1.54)	(1.54)	(1.54)
营运资金变动	(141.07)	(350.82)	(39.72)	(102.72)	(202.55)
其他经营现金	13.51	83.01	48.60	50.38	68.39
投资活动现金	(224.09)	(412.54)	(335.65)	(395.88)	(395.88)
资本支出	208.39	340.83	332.74	392.96	392.96
长期投资	1.80	(21.27)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	13.90	92.97	2.92	2.92	2.92
筹资活动现金	42.17	324.19	230.26	(130.31)	(161.77)
短期借款	354.40	136.54	0.00	0.00	(20.13)
长期借款	57.97	233.43	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(91.93)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(278.26)	(45.78)	230.26	(130.31)	(141.63)
现金净增加额	(155.53)	(3.64)	283.24	(122.80)	(113.94)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	841.13	1,712	1,849	2,183	2,854
营业成本	561.48	1,076	1,181	1,402	1,836
营业税金及附加	4.57	8.92	9.63	11.37	14.87
营业费用	48.84	76.02	82.07	87.32	114.16
管理费用	69.13	97.06	85.60	105.46	137.87
财务费用	9.72	53.07	78.52	82.47	82.38
资产减值损失	8.38	40.65	43.89	51.84	67.77
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.35	1.54	1.54	1.54	1.54
营业利润	142.85	373.52	381.34	458.63	621.35
营业外收入	1.40	0.11	0.11	0.11	0.12
营业外支出	1.18	3.42	3.42	3.42	3.42
利润总额	143.07	370.21	378.03	455.32	618.04
所得税	24.00	85.82	94.12	113.44	154.12
净利润	119.07	284.40	283.91	341.87	463.92
少数股东损益	5.81	37.38	48.60	50.38	68.39
归属母公司净利润	113.26	247.01	235.31	291.50	395.52
EBITDA	187.76	502.57	551.68	654.51	846.87
EPS (元, 基本)	0.52	1.13	1.08	1.34	1.81

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	75.69	103.55	7.97	18.10	30.73
营业利润	163.57	161.48	2.09	20.27	35.48
归属母公司净利润	150.37	118.10	(4.74)	23.88	35.69
获利能力 (%)					
毛利率	33.25	37.18	36.10	35.79	35.67
净利率	13.46	14.43	12.73	13.35	13.86
ROE	9.54	18.84	15.48	16.81	19.54
ROIC	10.10	18.66	17.69	19.14	20.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.87	57.29	58.68	57.16	56.43
净负债比率 (%)	32.30	43.23	35.83	33.03	28.14
流动比率	1.07	1.04	1.20	1.17	1.18
速动比率	0.82	0.74	0.89	0.84	0.82
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.49	0.43	0.45	0.51
应收账款周转率	1.92	2.07	2.03	2.12	2.22
应付账款周转率	2.01	2.28	2.32	2.46	2.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	1.13	1.08	1.34	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.39	1.78	1.85	2.03
每股净资产(最新摊薄)	5.48	6.54	7.38	8.50	10.04
估值比率					
PE (倍)	21.84	10.01	10.51	8.49	6.25
PB (倍)	2.07	1.73	1.53	1.33	1.13
EV_EBITDA (倍)	17.99	6.72	6.12	5.16	3.99

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com