

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.61
合理价格区间(元): 11.30~13.35

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

施静 执业证书编号: S0570520040003
研究员 010-56793967
shi_jing@htsc.com

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

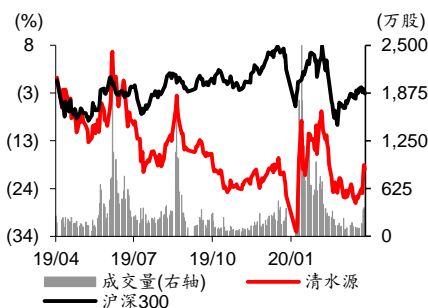
相关研究

1《清水源(300437 SZ,买入): 业绩低于预期, 2020 经营有望回稳》2020.03

2《清水源(300437 SZ,买入): 业绩低于预期, 同生环境影响可控》2019.10

3《清水源(300437,买入): 业绩低于预期, 回款同比改善》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

1Q20 业绩下滑, 产能扩张业绩回稳

清水源(300437)

疫情拖累 1Q20 业绩, 下调全年盈利预测

根据公司年报, 公司 19 年实现营业收入/归母净利润 17.1/1.2 亿元, 同比 -0.3%/-53.3%, 归母净利水平低于 2 月 28 日公司业绩快报 1.3 亿元, 略低于预期。公司同时公布 1Q20 归母净利润 0.2 亿元, 同比 -37.7%, 业绩同比下滑主要受新冠疫情影响, 工程项目施工无法正常开展。考虑到疫情影响, 我们下调 2020 年盈利预测为 2.2 亿元 (前值 2.6 亿元), 维持 21 年归母净利润预测 3.2 亿元, 引入 22 年预测 4.3 亿元。参考可比公司 wind 一致预期 2020 年平均 P/E 12x, 我们给予公司 2020 年 P/E 11-13x, 对应目标价 11.30-13.35 元/股 (前值 13.25-15.66), 维持“买入”评级。

19 年业绩略不及预期, 经营现金流稳健

19 年公司实现归母净利润 1.2 亿元, 同比 -53.3%, 主要受以下因素拖累: 1) 19 年水处理剂及衍生产品收入同比下降 6.8% 至 7.4 亿元, 同时毛利率同比收窄 7.9pct 至 28.6%, 主要系 19 年水处理剂衍生品氯甲烷价格下跌; 2) 公司因应收账款及商誉计提 0.66 亿元资产及信用减值损失; 3) 公司主要全资子公司同生环境因管理层变动, 19 年末完成当年业绩承诺, 净利润同比下滑 43% 至 0.47 亿元, 同生环境管理层变动虽对 19 业绩造成负面影响, 但属一次性因素, 我们预计后续影响可控。公司 2019 年虽业绩下滑, 但实现经营性现金流 1.1 亿元, 同比 +32.3%, 现金流状况稳健。

疫情影响工程业务进展, 1Q20 业绩下滑

1Q20 公司收入/归母净利润为 2.7/0.2 亿元, 同比 -28.3%/-37.7%, 处于 4 月 8 日一季度业绩预告区间中值。1Q20 业绩下滑主因疫情影响, 公司工程项目施工无法正常开展 (2019 年工程施工收入占比 46%), 对业绩造成较大冲击。同时公司于 2020 年 2 月 10 日公告称, 疫情爆发后安排全资子公司清源水处理和安得科技紧急调整产品种类, 增加 84 消毒液、过氧乙酸消毒液等产品生产, 据我们调研, 安得科技目前 84 消毒液产能约 80-100 吨/天。同时, 公司预计年产 18 万吨水处理剂扩建项目于 2020 年年中试产, 我们判断产线扩张应能提振产量, 助推业绩回暖。

目标价 11.30-13.35 元, 维持“买入”评级

虽 2019 年公司业绩受一次性因素拖累同比所有下滑, 且 1Q20 工程业务受疫情冲击较大, 但公司拟扩建主业水处理剂产能 18 万吨, 预计 2020 年年中试产应提振产量, 助推业绩回暖。同时全资子公司安得科技及清源水处理消毒剂产品扩张, 或能在后疫情时代为公司带来相应业绩增量。我们适当下调 2020 年盈利预测 EPS 为 1.03 元 (前值 1.21 元), 维持 21 年 EPS 预测 1.46 元, 引入 22 年预测 1.97 元。参考可比公司 wind 一致预期 2020 年平均 P/E 12x, 我们给予公司 2020 年 P/E 11-13x, 对应目标价 11.30-13.35 元/股 (前值 13.25-15.66), 维持“买入”评级。

风险提示: 水处理剂试产进度低于预期; 同生环境业绩低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	218.34
流通 A 股 (百万股)	134.24
52 周内股价区间 (元)	8.80-14.01
总市值 (百万元)	2,317
总资产 (百万元)	213.77
每股净资产 (元)	7.49

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,712	1,708	2,165	2,602	3,519
+/-%	103.55	(0.25)	26.77	20.21	35.22
归属母公司净利润 (百万元)	247.01	115.28	224.00	317.71	430.99
+/-%	118.10	(53.33)	94.31	41.84	35.66
EPS (元, 最新摊薄)	1.13	0.53	1.03	1.46	1.97
PE (倍)	9.38	20.10	10.34	7.29	5.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表

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
		2020/4/24	2020/4/24	2020/4/24	2020/4/24	20E	21E	20E	21E	20E	21E	
碧水源	300070.SZ	9.44	29,874	18	15	1.4	1.2	8%	8%	Wind		
瀚蓝环境	600323.SH	20.21	15,486	12	12	2.0	1.8	16%	15%	Wind		
博世科	300422.SZ	11.08	3,943	9	7	1.8	1.5	21%	21%	Wind		
先河环保	300137.SZ	6.89	3,797	9	8	1.6	1.3	17%	17%	Wind		
上海洗霸	603200.SH	71.64	7,257	51	39	7.9	6.9	16%	18%	Wind		
平均值				12	10	1.7	1.5	16%	15%			
清水源	300437.SZ	10.61	2,317	9	7	1.3	1.2	15%	16%	华泰		

注: 因上海洗霸于2月24日、2月25日、2月27日、2月28日分别发布《股票交易风险提示公告》, 故我们在计算可比公司平均P/E时暂时剔除上海洗霸。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

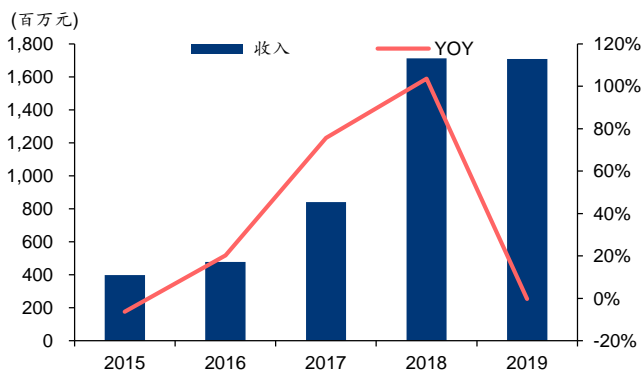
图表2: 盈利预测调整表

项目	原预测(调整前)		现预测(调整后)		变化幅度(pct)	
	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E
收入(百万元)	2,202	2,165	-1.7%			
毛利率(%)	35.2%	34.6%	-0.6pct			
期间费用率(%)	13.3%	14.1%	+0.8pct			
净利率(%)	12.0%	10.3%	-1.6pct			
归母净利润(百万元)	263	224	-14.9%			
EPS(元)	1.21	1.03	-14.9%			

注: 公司2019年期间费用率同比提升1.8pct至15%, 主因同生环境管理层变动导致管理费用率同比提升1pct, 2020年我们维持销售/研发费用率同比不变, 管理费用率同比下降0.5pct, 故2020年总体期间费用率较上次预测有所提升

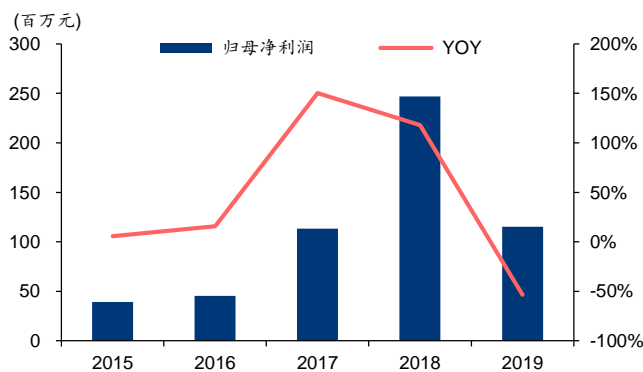
资料来源: 华泰证券研究所

图表3: 2015-2019年公司收入(左轴)及增速情况(右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

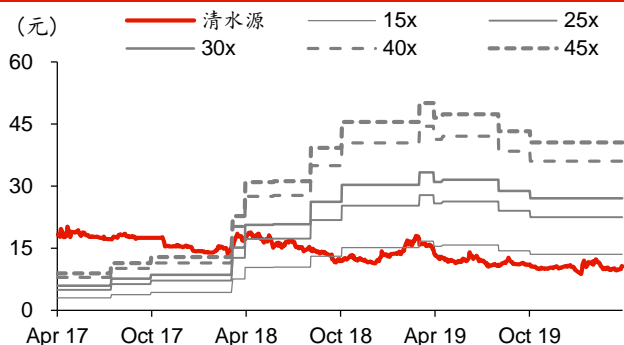
图表4: 2015-2019年公司归母净利润(左轴)及增速情况(右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

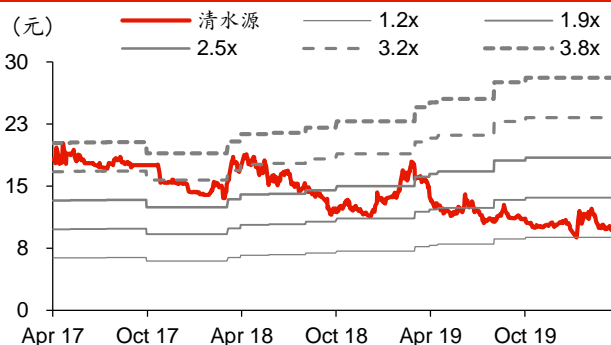
PE/PB - Bands

图表5: 清水源历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,005	2,716	3,059	3,555	4,588
现金	289.39	437.36	258.48	254.03	187.61
应收账款	875.12	810.45	1,027	1,235	1,670
其他应收账款	134.57	168.84	214.04	257.30	347.91
预付账款	30.20	77.85	95.16	111.89	150.54
存货	576.78	994.40	1,215	1,429	1,923
其他流动资产	98.80	227.33	248.06	267.89	309.44
非流动资产	1,907	1,958	2,282	2,602	2,996
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	353.19	373.60	352.74	343.07	344.81
无形资产	389.87	434.54	476.77	516.70	554.44
其他非流动资产	1,164	1,149	1,452	1,743	2,096
资产总计	3,911	4,674	5,341	6,158	7,584
流动负债	1,924	2,035	2,443	2,933	3,900
短期借款	590.94	700.85	822.70	1,041	1,408
应付账款	489.09	477.38	571.88	658.71	867.88
其他流动负债	843.72	857.08	1,049	1,234	1,624
非流动负债	317.28	727.58	727.58	727.58	727.58
长期借款	291.40	337.74	337.74	337.74	337.74
其他非流动负债	25.88	389.84	389.84	389.84	389.84
负债合计	2,241	2,763	3,171	3,661	4,627
少数股东权益	243.37	299.41	358.10	414.26	509.51
股本	218.32	218.34	218.34	218.34	218.34
资本公积	642.23	642.27	642.27	642.27	642.27
留存公积	545.16	611.83	950.92	1,222	1,587
归属母公司股东权益	1,427	1,612	1,812	2,083	2,447
负债和股东权益	3,911	4,674	5,341	6,158	7,584

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	84.71	111.96	208.20	318.99	221.21
净利润	247.01	115.28	224.00	317.71	430.99
折旧摊销	53.98	67.52	72.14	75.93	80.49
财务费用	53.07	77.16	88.51	98.66	114.23
投资损失	(1.54)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(350.82)	(260.14)	(235.13)	(229.47)	(499.76)
其他经营现金	83.01	112.15	58.68	56.16	95.26
投资活动现金	(412.54)	(475.84)	(396.41)	(396.41)	(473.82)
资本支出	340.83	302.21	383.12	383.12	460.53
长期投资	(21.27)	100.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	92.97	73.63	13.29	13.29	13.29
筹资活动现金	324.19	539.99	9.32	72.97	186.19
短期借款	136.54	109.91	121.85	218.29	366.61
长期借款	233.43	46.34	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(45.78)	383.68	(112.53)	(145.32)	(180.42)
现金净增加额	(3.64)	176.11	(178.88)	(4.45)	(66.42)

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,712	1,708	2,165	2,602	3,519
营业成本	1,076	1,159	1,416	1,665	2,240
营业税金及附加	8.92	9.12	11.56	13.90	18.80
营业费用	76.02	64.13	81.30	97.72	132.14
管理费用	97.07	95.09	109.72	131.89	178.34
财务费用	53.07	77.16	88.51	98.66	114.23
资产减值损失	(40.65)	(47.97)	(60.81)	(73.09)	(98.84)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.54	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	373.52	224.95	378.03	499.57	702.70
营业外收入	0.11	0.85	0.85	0.89	0.94
营业外支出	3.42	1.97	1.97	1.97	1.97
利润总额	370.21	223.83	376.91	498.49	701.66
所得税	85.82	62.64	94.23	124.62	175.42
净利润	284.40	161.19	282.68	373.87	526.25
少数股东损益	37.38	45.91	58.68	56.16	95.26
归属母公司净利润	247.01	115.28	224.00	317.71	430.99
EBITDA	502.57	418.41	608.62	760.07	1,020
EPS (元, 基本)	1.13	0.53	1.03	1.46	1.97

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	103.55	(0.25)	26.77	20.21	35.22
营业利润	161.48	(39.78)	68.05	32.15	40.66
归属母公司净利润	118.10	(53.33)	94.31	41.84	35.66
获利能力 (%)					
毛利率	37.18	32.16	34.59	36.02	36.34
净利率	14.43	6.75	10.35	12.21	12.25
ROE	18.84	7.59	13.09	16.32	19.03
ROIC	18.66	12.48	16.19	17.01	19.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.29	59.11	59.37	59.45	61.01
净负债比率 (%)	43.23	41.82	40.28	40.85	40.24
流动比率	1.04	1.33	1.25	1.21	1.18
速动比率	0.74	0.85	0.75	0.72	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.40	0.43	0.45	0.51
应收账款周转率	2.07	2.03	2.36	2.30	2.42
应付账款周转率	2.28	2.40	2.70	2.71	2.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.13	0.53	1.03	1.46	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.51	0.95	1.46	1.01
每股净资产(最新摊薄)	6.54	7.38	8.30	9.54	11.21
估值比率					
PE (倍)	9.38	20.10	10.34	7.29	5.38
PB (倍)	1.62	1.44	1.28	1.11	0.95
EV_EBITDA (倍)	6.93	8.32	5.72	4.58	3.41

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、施静，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师王玮嘉、施静本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司