

公司研究/公告点评

2020年03月01日

公用事业/环保 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 11.05
合理价格区间(元): 13.25~15.66

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

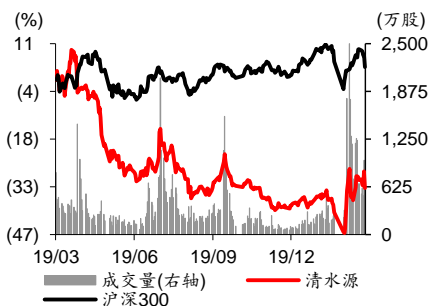
吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

施静 010-56793967
联系人 shi_jing@htsc.com

相关研究

- 1《清水源(300437 SZ,买入): 业绩低于预期, 同生环境影响可控》2019.10
- 2《清水源(300437,买入): 业绩低于预期, 回款同比改善》2018.10
- 3《清水源(300437,买入): 逻辑得到验证, 业绩持续高增长》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩低于预期, 2020 经营有望回稳 清水源(300437)

业绩低于预期, 适当下调盈利预测

根据业绩快报, 2019 年公司实现营业收入/归母净利润 16.7/1.3 亿元, 同比-2.5%/-48.0%。归母净利润处于 1 月 23 日业绩预告 1.2-1.7 亿元区间下端, 低于市场及我们预期, 主因水处理剂副产品价格同比下跌, 及同生环境管理层变动及商誉减值。我们适当下调盈利预测, 预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 1.3/2.6/3.2 亿元(调整前为 2.4/2.9/4.0 亿元)。考虑到疫情期间公司紧急调整产品种类, 消毒液生产及水处理剂扩产或能助推 2020 业绩回稳, 参考可比公司 2020 年平均 P/E 12x, 我们给予公司 2020 年 11-13xP/E, 对应目标价 13.25-15.66 元/股, 维持“买入”评级。

4Q19 业绩同比下降, 同生环境后续影响预计可控

4Q19 公司实现营业收入/归母净利润 5.4/0.25 亿元, 同比-11%/-53%, 业绩下滑主因: 1) 虽然公司于 2019 年 10 月 10 日公告宣布免除同生环境原管理层宋颖标先生董事职位, 但管理层变动仍对其 4Q19 经营业绩产生一定负面影响; 2) 公司将在 2019 年度报告中对同生环境商誉进行系统性减值测试, 公司预计商誉减值将拖累业绩; 3) 水处理剂副产品价格同比下跌。同生环境系公司全资子公司, 此次管理层变动虽对 2H19 业绩造成负面影响, 但我们预计后续影响可控。目前由董事长亲自管理该子公司, 2020 年业绩有望重新步入正轨。

1Q20 消毒液生产贡献增量业绩, 产能扩张助推业绩回稳

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。安得科技已取得西安卫健委颁发的许可证, 期限为 2 月 8 日至疫情防控一级应急响应结束, 且公司积极准备申请展期。据我们调研得, 安得科技目前 84 消毒液产能约 100 万吨/天, 我们预计疫情期间相关消毒产品的销售将对公司 1Q20 业绩带来增量贡献。同时, 2019 年 6 月 17 日公司发行 4.9 亿可转债, 募集资金主要用于年产 18 万吨水处理剂扩建项目, 公司预计 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 13.25-15.66 元, 维持“买入”评级

虽然 2019 年公司业绩受同生环境及水处理剂副产品价格同比下跌拖累, 同比有所下滑, 但全资子公司安得科技及清源水处理疫情期间消毒产品生产销售应能对 1Q20 业绩产生增量贡献。同时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。我们适当下调盈利预测, 预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 1.3/2.6/3.2 亿元(调整前为 2.4/2.9/4.0 亿元)。参考可比公司 2020 年平均 P/E 12x, 我们给予公司 2020 年 11-13xP/E, 对应目标价 13.25-15.66 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 消毒液销售对业绩贡献不及预期; 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)	218.32
流通 A 股 (百万股)	134.03
52 周内股价区间 (元)	8.80-18.29
总市值 (百万元)	2,412
总资产 (百万元)	4,681
每股净资产 (元)	7.36

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	1,669	2,202	2,610
+/-%	75.69	103.55	(2.50)	31.89	18.52
归属母公司净利润 (百万元)	113.26	247.01	128.53	263.22	317.74
+/-%	150.37	118.10	(47.97)	104.79	20.71
EPS (元, 最新摊薄)	0.52	1.13	0.59	1.21	1.46
PE (倍)	21.30	9.77	18.77	9.17	7.59

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（2020/2/28）

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(x)		
		2020/2/28	2020/2/28	20E	21E	20E	21E	20E	21E	
碧水源	300070.SZ	9.86	31,203	18	15	1.4	1.3	8%	9%	Wind
瀚蓝环境	600323.SH	18.90	14,482	12	11	1.9	1.7	17%	15%	Wind
博世科	300422.SZ	11.70	4,163	9	8	1.9	1.6	21%	21%	Wind
先河环保	300137.SZ	7.92	4,364	11	9	1.8	1.5	17%	17%	Wind
上海洗霸	603200.SH	43.07	4,363	31	24	4.8	4.1	16%	18%	Wind
清水源	300437.SZ	11.05	2,412	12	11	1.8	1.5	16%	15%	华泰
				9	8	1.5	1.3	16%	17%	

注：因2月20日以来上海洗霸交易日内连续出现收盘价格涨幅偏离值累计达到20%的情况，公司于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

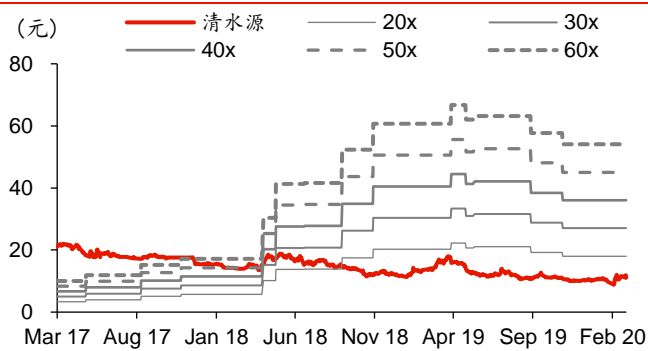
项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入增速（%）	8.0%	18.1%	30.7%	-2.5%	31.9%	18.5%	-10.5pct	13.8pct	-12.2pct
毛利率（%）	36.1%	35.8%	35.7%	32.7%	35.2%	35.0%	-3.4pct	-0.6pct	-0.6pct
期间费用率（%）	13.3%	12.6%	11.7%	13.8%	13.3%	13.2%	0.5pct	0.7pct	1.5pct
净利率（%）	12.7%	13.4%	13.9%	7.7%	12.0%	12.2%	-5pct	-1.4pct	-1.7pct
归母净利润（亿元）	235	292	396	129	263	318	-45%	-10%	-20%
EPS（元）	1.08	1.34	1.81	0.59	1.21	1.46	-45%	-10%	-20%

注：1）因同生环境对业绩的负面影响高于我们此前预期，故而调低公司20/21年收入预测，因19年收入基数降低，故而20年收入同比增加；2）因公司产能扩张及拓展消毒液产品线，故而调高20/21年期间费用率预测。

资料来源：华泰证券研究所

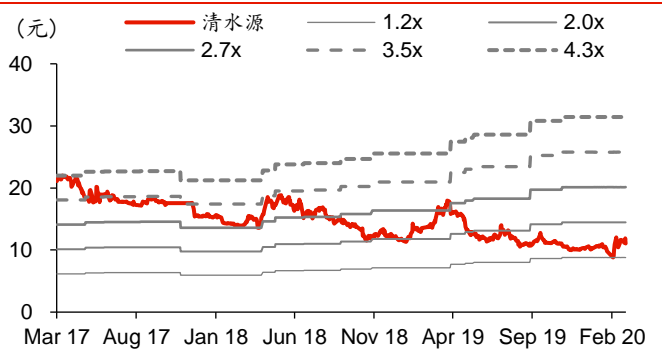
PE/PB - Bands

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	2,306	2,673	2,976
现金	217.84	289.39	630.40	493.87	405.82
应收账款	775.57	875.12	853.27	1,125	1,334
其他应收账款	165.41	134.57	131.21	173.06	205.11
预付账款	51.56	30.20	29.54	38.19	45.06
存货	407.14	576.78	564.12	729.28	860.41
其他流动资产	108.91	98.80	97.53	113.34	125.44
非流动资产	1,361	1,907	2,144	2,462	2,763
长期投资	15.93	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	220.63	353.19	499.42	665.25	852.49
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	1,227	1,352	1,439
资产总计	3,088	3,911	4,450	5,136	5,738
流动负债	1,618	1,924	1,892	2,235	2,429
短期借款	454.40	590.94	590.94	590.94	521.92
应付账款	453.47	489.09	469.70	596.04	690.03
其他流动负债	710.23	843.72	831.61	1,049	1,217
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	2,569	2,912	3,105
少数股东权益	197.72	243.37	288.63	349.60	416.10
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	732.64	1,014	1,357
归属母公司股东权益	1,196	1,427	1,593	1,874	2,217
负债和股东权益	3,088	3,911	4,450	5,136	5,738

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	340.68	335.84	453.43
净利润	113.26	247.01	128.53	263.22	317.74
折旧摊销	32.32	53.98	67.30	82.71	100.50
财务费用	9.72	53.07	78.52	88.60	102.23
投资损失	(1.35)	(1.54)	(1.54)	(1.54)	(1.54)
营运资金变动	(141.07)	(350.82)	7.57	(158.11)	(132.00)
其他经营现金	13.51	83.01	60.31	60.96	66.50
投资活动现金	(224.09)	(412.54)	(303.40)	(399.24)	(399.24)
资本支出	208.39	340.83	300.48	396.32	396.32
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	85.27	97.16
短期借款	354.40	136.54	0.00	200.00	252.91
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	(114.73)	(155.74)
现金净增加额	(155.53)	(3.64)	267.55	21.87	151.35

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	841.13	1,712	1,669	2,202	2,610
营业成本	561.48	1,076	1,123	1,428	1,695
营业税金及附加	4.57	8.92	8.70	11.47	13.59
营业费用	48.84	76.02	74.12	97.76	115.86
管理费用	69.13	97.06	77.30	106.36	126.06
财务费用	9.72	53.07	78.52	88.60	102.23
资产减值损失	8.38	40.65	66.79	52.28	61.96
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	252.99	433.44	513.50
营业外收入	1.40	0.11	0.11	0.11	0.12
营业外支出	1.18	3.42	1.82	1.82	1.82
利润总额	143.07	370.21	251.28	431.73	511.80
所得税	24.00	85.82	62.43	107.55	127.57
净利润	119.07	284.40	188.84	324.18	384.24
少数股东损益	5.81	37.38	60.31	60.96	66.50
归属母公司净利润	113.26	247.01	128.53	263.22	317.74
EBITDA	187.76	502.57	447.23	635.17	753.67
EPS (元, 基本)	0.52	1.13	0.59	1.21	1.46

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	(2.50)	31.89	18.52
营业利润	163.57	161.48	(32.27)	71.33	18.47
归属母公司净利润	150.37	118.10	(47.97)	104.79	20.71
获利能力 (%)					
毛利率	33.25	37.18	32.70	35.15	35.05
净利率	13.46	14.43	7.70	11.95	12.18
ROE	9.54	18.84	8.77	16.21	16.95
ROIC	10.10	18.66	14.71	19.00	18.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.87	57.29	59.04	59.93	60.12
净负债比率 (%)	32.30	43.23	37.15	37.09	38.68
流动比率	1.07	1.04	1.18	1.13	1.12
速动比率	0.82	0.74	0.86	0.82	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.49	0.40	0.46	0.46
应收账款周转率	1.92	2.07	1.93	2.23	2.12
应付账款周转率	2.01	2.28	2.27	2.53	2.50
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	1.13	0.59	1.21	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.39	1.56	1.54	2.08
每股净资产(最新摊薄)	5.48	6.54	6.90	7.98	9.19
估值比率					
PE (倍)	21.30	9.77	18.77	9.17	7.59
PB (倍)	2.02	1.69	1.60	1.38	1.20
EV_EBITDA (倍)	17.95	6.71	7.54	5.31	4.47

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 2020 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