

证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

碧水源 (300070)

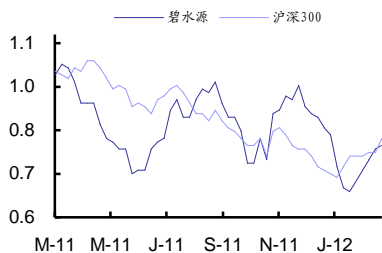
推荐

2011 年业绩快报点评

(维持评级)

2012 年 02 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通 (百万股) | 323/119 |
| 总市值/流通 (百万元) | 13,004/4,786 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,447/10,177 |
| 12 个月最高/最低价 | 115.16/31.30 |

相关研究报告:

《碧水源-300070-高存货、低投资收益, 结算高峰将至》——2011-10-25
 《碧水源-300070-项目结算较少, 订单储备充足》——2011-08-11
 《碧水源-300070-MBR 项目竞争优势巩固, 工业水处理步伐有望加快》——2011-07-07
 《碧水源-300070-昆明 BT 项目落实, 业绩高速增长确定性加强》——2011-06-22
 《碧水源-300070-成立湖南碧水源科技有限公司点评: 战略布局湖南水务市场》——2011-06-21

证券分析师: 谢达成

电话: 021-60933161
 E-MAIL: xiedc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120032

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

异地扩张项目陆续进入回报期

● 业绩符合预期, 实现 95% 高增长

公司 2011 年营业收入 10.26 亿元, 同比增长 105.0%; 营业利润 4.09 亿元, 同比增长 95.5%; 归属母公司净利 3.45 亿元 (折合 EPS 约 1.07 元/股), 同比增长 94.7%, 符合我们预期 (3.47 亿元), 这有别于创业板环保个股业绩普遍低于预期的现状。营业收入低于我们预期近 10%, 但营业利润接近预期, 我们预计主要有两种可能: (1) 我们对主营业务毛利率低估, 体现为对低毛利率业务市政建设工程预测比例较大, 预计“整体解决方案”毛利率仍高企, 原因在于公司并未直面膜设备层面的竞争 (2) 我们对参股收益低估。

● 产能持续扩张, 4Q 开始异地扩张项目产生回报

无论以上哪种可能, 都体现公司业务 2 个变化: (1) 对久安的收购导致下半年收入增长较快; (2) 4Q 单季结算比例高达 65%, 显示前期异地布局和收购的项目开始进入回报期, 报告期内主要体现为云南水务产业投资有限公司投资运营收益以及母公司对其膜销售。这可打消市场对公司只扩张不见收益的疑虑。公司膜基地持续扩产, 2012 年总产能预计可达 600 万平方米, 显示 MBR 市场形势良好, 公司有望将参股地方水企的模式进一步复制到广东、河北等地。

● 现金流短期而言不见得变差

公司 2011 年介入 BT 模式和投资运营环节, 市场担心其现金流问题。事实上, 我们认为短期看现金流不见得变差: (1) BT 项目总投资 10.5 亿元, 但公司前期只需垫资 5.5 亿元, 4.5 亿元通过短融解决, 而 2012 年上半年即可收回 4.4 亿元回款。(2) 公司是以参股形势介入投资运营, 并且初期由母公司对合资公司销售膜设备, 若以 49% 合资比例以及 50% 资本金比例假设, 则可撬动 4 倍投资对应的膜销售, 如果膜产能充足而无需追加资本开支情况下, 现金流不见得变差, 可简单总结为“产能过剩下, 靠资金迅速占领市场来提高产能利用率”。但长期看, 持续扩张需要追加资本开支, 周转率下降在所难免。

● 预计 2012 年保守增长 40%, 维持“推荐”

暂维持 11/12/13 年 EPS 1.07/1.78/2.21 元的预测 (拟于年报披露后调整), 对应动态 PE 为 37.5/22.6/18.2*, 维持“推荐”评级, 价值区间 45-50 元/股。按产能利用率 30% 保守假设, 12 年业绩增长 40%。股价催化剂来自 1Q 业绩高速增长/污水费上调/合资模式复制。风险在于项目进展受搁置, 回款不力影响现金流。

盈利预测和财务指标

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 314 | 500 | 1,185 | 1,914 | 2,589 |
| (+/-%) | 42.0% | 59.6% | 136.7% | 61.5% | 35.3% |
| 净利润(百万元) | 107 | 177 | 347 | 575 | 715 |
| (+/-%) | 43.3% | 65.1% | 96.2% | 65.5% | 24.4% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.33 | 0.55 | 1.07 | 1.78 | 2.21 |
| EBIT Margin | % | % | 32.9% | 35.4% | 35.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 33.4% | % | 10.8% | 15.6% | 16.8% |
| 市盈率 (PE) | 171.4 | 75.8 | 37.1 | 22.4 | 18.0 |
| EV/EBITDA | | | 32.34 | 19.70 | 15.54 |
| 市净率 (PB) | 57.21 | 4.57 | 4.01 | 3.50 | 3.03 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金及现金等价物 | 2632 | 2694 | 3409 | 3350 |
| 应收款项 | 114 | 239 | 394 | 548 |
| 存货净额 | 41 | 106 | 170 | 235 |
| 其他流动资产 | 25 | 60 | 96 | 130 |
| 流动资产合计 | 2813 | 3098 | 4069 | 4263 |
| 固定资产 | 198 | 539 | 516 | 492 |
| 无形资产及其他 | 119 | 115 | 445 | 2242 |
| 投资性房地产 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 长期股权投资 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 资产总计 | 3172 | 3793 | 5071 | 7038 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 133 | 341 | 546 | 754 |
| 其他流动负债 | 57 | 150 | 233 | 318 |
| 流动负债合计 | 190 | 491 | 779 | 1072 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 466 | 1492 |
| 其他长期负债 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 长期负债合计 | 27 | 27 | 493 | 1519 |
| 负债合计 | 217 | 518 | 1272 | 2591 |
| 少数股东权益 | 20 | 63 | 126 | 203 |
| 股东权益 | 2935 | 3213 | 3672 | 4244 |
| 负债和股东权益总计 | 3172 | 3793 | 5071 | 7038 |

| 关键财务与估值指标 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.55 | 1.07 | 1.78 | 2.21 |
| 每股红利 | 0.03 | 0.21 | 0.36 | 0.44 |
| 每股净资产 | 9.08 | 9.93 | 11.36 | 13.12 |
| ROIC | 10% | 18% | 68% | 41% |
| ROE | 6% | 11% | 16% | 17% |
| 毛利率 | 49% | 44% | 45% | 44% |
| EBIT Margin | 40% | 33% | 35% | 35% |
| EBITDA Margin | 41% | 35% | 38% | 38% |
| 收入增长 | 60% | 137% | 62% | 35% |
| 净利润增长率 | 65% | 96% | 66% | 24% |
| 资产负债率 | 7% | 15% | 28% | 40% |
| 息率 | 0% | 1% | 1% | 1% |
| P/E | 72.7 | 37.1 | 22.4 | 18.0 |
| P/B | 4.4 | 4.0 | 3.5 | 3.0 |
| EV/EBITDA | 63.4 | 32.3 | 19.7 | 15.5 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元) | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 500 | 1185 | 1914 | 2589 |
| 营业成本 | 257 | 658 | 1051 | 1443 |
| 营业税金及附加 | 8 | 18 | 30 | 40 |
| 销售费用 | 7 | 17 | 27 | 36 |
| 管理费用 | 34 | 107 | 141 | 201 |
| 财务费用 | (16) | (13) | (4) | 32 |
| 投资收益 | 0 | 66 | 87 | 67 |
| 资产减值及公允价值变动 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | 3 | 5 | 12 | 49 |
| 营业利润 | 209 | 469 | 768 | 952 |
| 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 209 | 469 | 768 | 952 |
| 所得税费用 | 30 | 69 | 113 | 141 |
| 少数股东损益 | 2 | 53 | 80 | 96 |
| 归属于母公司净利润 | 177 | 347 | 575 | 715 |

| 现金流量表 (百万元) | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 净利润 | 177 | 347 | 575 | 715 |
| 资产减值准备 | 5 | 10 | (1) | (1) |
| 折旧摊销 | 10 | 24 | 41 | 78 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 0 | (13) | (4) | 32 |
| 营运资本变动 | (15) | 87 | 32 | 39 |
| 其它 | 1 | (47) | (27) | 42 |
| 经营活动现金流 | 178 | 422 | 621 | 873 |
| 资本开支 | (187) | (370) | (347) | (1851) |
| 其它投资现金流 | (29) | 66 | 87 | 67 |
| 投资活动现金流 | (217) | (304) | (260) | (1784) |
| 权益性融资 | 2451 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 466 | 1026 |
| 支付股利、利息 | (11) | (56) | (111) | (175) |
| 其它融资现金流 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 2438 | (56) | 355 | 851 |
| 现金净变动 | 2367 | 62 | 716 | (60) |
| 货币资金的期初余额 | 265 | 2632 | 2694 | 3409 |
| 货币资金的期末余额 | 2632 | 2694 | 3409 | 3350 |
| 企业自由现金流 | (14) | 74 | 303 | (953) |
| 权益自由现金流 | (43) | 85 | 772 | 45 |

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

| | | | | | |
|------------------|--------------------|----------------|--------------------|------------------|---------------|
| 宏观 | | 固定收益 | | 策略 | |
| 周炳林 | 0755-82130638 | 李怀定 | 021-60933152 | 黄学军 | 021-60933142 |
| 林松立 | 010-66026312 | 侯慧梯 | 021-60875161 | 林丽梅 | 021-60933157 |
| 崔嵘 | 021-60933159 | 张旭 | 010-66026340 | 技术分析 | |
| | | 赵婧 | 021-60875168 | 闫莉 | 010-88005316 |
| 交通运输 | | 银行 | | 房地产 | |
| 郑武 | 0755-82130422 | 邱志承 | 021-60875167 | 区瑞明 | 0755-82130678 |
| 陈建生 | 0755-82133766 | 黄飙 | 0755-82133476 | 黄道立 | 0755-82133397 |
| 岳鑫 | 0755-82130432 | | | 方焱 | 0755-82130648 |
| 周俊 | 0755-82136085 | | | | |
| 糜怀清 | 021-60933167 | | | | |
| 商业贸易 | | 汽车及零配件 | | 钢铁及新材料 | |
| 孙菲菲 | 0755-82130722 | 左涛 | 021-60933164 | 郑东 | 010-66025270 |
| 常伟 | 0755-82131528 | | | 秦波 | 010-66026317 |
| 机械 | | 基础化工及石化 | | 医药 | |
| 陈玲 | 0755-82130646 | 刘旭明 | 010-66025272 | 贺平鸽 | 0755-82133396 |
| 杨森 | 0755-82133343 | 张栋梁 | 0755-82130532 | 丁丹 | 0755-82139908 |
| 后立尧 | 010-88005327 | 吴琳琳 | 0755-82130833-1867 | 杜佐远 | 0755-82130473 |
| | | 罗洋 | 0755-82150633 | 胡博新 | 0755-82133263 |
| | | 朱振坤 | 010-66025229 | 刘勍 | 0755-82133400 |
| 电力设备与新能源 | | 传媒 | | 有色金属 | |
| 杨敬梅 | 021-60933160 | 陈财茂 | 010-88005322 | 彭波 | 0755-82133909 |
| 张弢 | 010-88005311 | 刘明 | 010-88005319 | 龙飞 | 0755-82133920 |
| 电力及公共事业 | | 非银行金融 | | 轻工 | |
| 谢达成 | 021-60933161 | 邵子钦 | 0755-82130468 | 李世新 | 0755-82130565 |
| | | 田良 | 0755-82130470 | 邵达 | 0755-82130706 |
| | | 童成墩 | 0755-82130513 | | |
| 家电 | | 建筑工程及建材 | | 计算机及电子元器件 | |
| 王念春 | 0755-82130407 | 邱波 | 0755-82133390 | 段迎晨 | 0755-82130761 |
| | | 刘萍 | 0755-82130678 | 高耀华 | 0755-88005321 |
| | | 马彦 | 010-88005304 | 欧阳仕华 | 0755-82151833 |
| 纺织服装 | | 食品饮料 | | 新兴产业 | |
| 方军平 | 021-60933158 | 黄茂 | 0755-82138922 | 陈健 | 010-88005308 |
| 旅游 | | 数量化投资产品 | | 量化投资策略 | |
| 曾光 | 0755-82150809 | 焦健 | 0755-82133928 | 董艺婷 | 021-60933155 |
| 钟潇 | 0755-82132098 | 周琦 | 0755-82133568 | 郑云 | 021-60875163 |
| | | 邓岳 | 0755-82150533 | 毛甜 | 021-60933154 |
| | | | | 李荣兴 | 021-60933165 |
| | | | | 郑亚斌 | 021-60933150 |
| 量化交易策略与技术 | | 基金评价与研究 | | | |
| 戴军 | 0755-82133129 | 杨涛 | 0755-82133339 | | |
| 黄志文 | 0755-82133928 | 康亢 | 010-66026337 | | |
| 秦国文 | 0755-82133528 | 李腾 | 010-88005310 | | |
| 张璐楠 | 0755-82130833-1379 | 刘洋 | 0755-82150566 | | |
| | | 潘小果 | 0755-82130843 | | |
| | | 蔡乐祥 | 0755-82130833-1368 | | |
| | | 钱晶 | 0755-82130833-1367 | | |