

证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

碧水源 (300070)

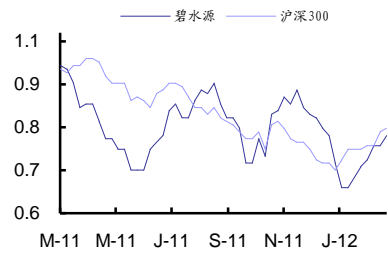
推荐

2011 年年报点评

(维持评级)

2012 年 03 月 09 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)	13,647/5,023
上证综指/深圳成指	2,420/10,171
12 个月最高/最低价	115.06/31.30

相关研究报告:

- 《碧水源-300070-2011 年业绩快报点评: 异地扩张项目陆续进入回报期》——2012-02-28
- 《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

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

业绩高增长, 现金流状况好于预期

● 2011 年业绩符合预期, 高增长态势延续

公司 2011 年营业收入 10.3 亿元, 同比增长 105%; 归属母公司净利 3.5 亿元 (折合 EPS 约 1.07 元/股), 同比增长 95%, 符合我们预期。收入低于预期近 10% 的原因得以确认, 即对低毛利率的久安业务收入过高估计 (快报点评中做过分析), 其他业务较为接近。净利润增长 1.6 亿元中, 膜处理系统解决方案贡献 70%、参股项目贡献近 20%, 新收购的久安贡献近 10%。公司同时预告 1Q 业绩增长 30%-60%, 受季节性影响, 1Q 业绩占全年比重经验值为 4%-6%, 代表意义不大, 但仍反映出公司高增长态势。分配方案: 10 转 7 派 1 (含税)

● 4Q 现金流大幅改善, 异地合资项目进入回报期

(1) 年内结算高峰, 经营性现金流大幅好转。4Q 昆明 BT 项目投入 4.5 亿项目, 但主要靠募集短融解决 (5.5 亿元), 并未占用经营性现金。我们仍认为在膜产能充足而不需追加资本开支前提下, 参股项目由于撬动至少 4 倍杠杆, 短期现金流甚至可能变好。(2) 异地项目进入回报。全年核心投资收益 4200 万, 几乎全部来自 4Q 单季, 尤其“云南水务产业有限”以及“云南城投碧水源”(二者可视为 1 家) 合计贡献近 3600 万, 符合可行性预测。我们预计 2012 年异地参股项目净利将增加近 6500 万, 对业绩增长贡献率将提升至 30% 以上。

● 2012 年行业发展态势良好, 经营模式或可保障较高毛利率

公司 2011 年综合毛利率 47.4%, 下降 1.2 个百分点, 源于久安低毛利率给排水工程业务。“系统解决方案”毛利率 49.9%, 提升近 1 个百分点, 预计与公司技术更新以及经营模式有关, 以项目带动膜销售可避免膜设备直接竞争。公司北京膜基地目前产能 300 万平方米, 预计 2012 年有望扩至 400 万平方米, 同时江苏、云南膜基地也有望投产, RO 膜也稳步推进。从存货数据看, 报告期末存货 1 亿元, 较基期增长 157%, 或侧面反映市场需求较好。随着公司规模扩张, 前 5 大客户收入占比从 74% 下降到 45%, 云南 BT 项目设备采购占到 25%。

● 维持“推荐”, 价值区间 45-50 元/股

2012 年新签订单按北京产能 50% 假设, 预测 12/13/14 年 EPS 1.67/2.21/2.68 元, 对应动态 PE 为 25.2/19.1/15.8*, 维持“推荐”评级; 保守假设下, 12 年业绩增长 40%, 价值区间 45-50 元/股。股价催化剂来自污水费上调/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

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	500	1,026	1,706	2,125	2,452
(+/-%)	59.6%	105.0%	66.3%	24.6%	15.4%
净利润(百万元)	177	345	541	716	866
(+/-%)	65.1%	94.7%	57.0%	32.4%	21.0%
摊薄每股收益 (元)	0.55	1.07	1.67	2.21	2.68
EBITMargin	0.4%	0.4%	31.5%	32.1%	32.1%
净资产收益率 (ROE)	%	%	14.6%	16.8%	17.5%
市盈率 (PE)	171.4	75.8	25.2	19.1	15.8
EV/EBITDA		31.9	25.45	20.14	17.65
市净率 (PB)	57.21	4.57	3.69	3.20	2.75

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

表 1: 碧水源单季经营指标

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	YoY	QoQ	2010	2011	YoY	备注
营业收入	38.8	160.9	168.3	657.9	135.9%	290.9%	500.5	1026.0	105.0%	业务高速增长符合预期
营业成本	19.0	87.3	124.2	309.0	117.4%	148.7%	257.2	539.4	109.7%	
营业税金及附加	0.6	3.1	2.7	23.2	746.4%	751.1%	7.8	29.7	282.7%	
销售费用	2.4	3.7	3.9	2.9	-22.4%	-26.1%	6.9	12.9	87.3%	
管理费用	12.2	21.8	28.9	39.7	289.1%	37.3%	30.9	102.7	232.3%	期权费用摊销、异地扩张
财务费用	(2.9)	(21.7)	(16.1)	4.2	-131.3%	-126.0%	(15.5)	(36.5)	135.4%	
资产减值损失	0.0	6.7	(0.4)	4.9	-48600.0%	-1267.0%	4.6	11.1	140.5%	
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	#DIV/0!	
投资收益	(0.4)	2.1	(0.8)	41.4	2067.0%	-5453.5%	0.6	42.2	7182.8%	异地参股项目产生回报
其中: 联营合营	(0.4)	2.1	(0.8)	41.4	2067.0%	-5453.5%	0.6	42.2	7182.8%	
营业利润	7.1	62.1	24.3	315.5	132.9%	1197.6%	209.2	409.1	95.5%	
营业外收入	0.0	0.9	0.2	3.8	3740.0%	2261.1%	0.1	4.9	4363.6%	
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	#DIV/0!	43.3%	0.2	0.1	-65.0%	
利润总额	7.1	63.0	24.5	319.4	135.6%	1204.8%	209.2	414.0	97.9%	
所得税费用	1.4	7.4	2.7	42.0	118.9%	1477.7%	29.7	53.5	80.1%	
少数股东损益	(0.6)	0.6	0.0	16.0	632.1%	#DIV/0!	2.5	16.0	543.5%	
净利润	6.3	53.7	20.7	263.8	131.0%	1175.4%	177.0	344.5	94.7%	
每股收益	0.04	0.15	0.06	0.82	196.8%	1266.7%	1.31	1.07	-18.3%	
毛利率	51.1%	45.8%	26.2%	53.0%	4.0%	26.8%	48.6%	47.4%	-5.6%	新增久安低毛利率业务
销售费用率	6.1%	2.3%	2.3%	0.4%	-0.9%	-1.9%	1.4%	1.3%	0.8%	
管理费用率	31.4%	13.5%	17.2%	6.0%	2.4%	-11.2%	6.2%	10.0%	4.0%	期权费用摊销、异地扩张
财务费用率	-7.4%	-13.5%	-9.6%	0.6%	5.4%	10.2%	-3.1%	-3.6%	-4.2%	
EBIT/收入	12.1%	28.0%	5.1%	43.0%	0.0%	38.0%	39.5%	33.3%	-9.8%	
营业利润率	18.4%	38.6%	14.4%	48.0%	-0.6%	33.5%	41.8%	39.9%	-8.1%	
实际所得税率	20.0%	11.8%	10.9%	13.1%	-1.0%	2.3%	14.2%	12.9%	-0.2%	
净利润率	16.1%	33.4%	12.3%	40.1%	-0.8%	27.8%	35.4%	33.6%	-6.5%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2328	1906	2322	3067
应收款项	307	510	635	733
存货净额	106	195	243	282
其他流动资产	17	29	36	42
流动资产合计	2758	2640	3236	4124
固定资产	238	406	567	535
无形资产及其他	116	111	107	102
投资性房地产	485	485	485	485
长期股权投资	814	914	914	914
资产总计	4412	4556	5309	6161
短期借款及交易性金融负债	100	0	0	0
应付款项	246	451	562	654
其他流动负债	635	229	282	325
流动负债合计	981	681	844	979
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	41	41	41	41
长期负债合计	41	41	41	41
负债合计	1023	722	885	1020
少数股东权益	125	138	155	179
股东权益	3264	3696	4269	4962
负债和股东权益总计	4412	4556	5309	6161

关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	1.07	1.67	2.21	2.68
每股红利	0.14	0.33	0.44	0.54
每股净资产	10.09	11.43	13.20	15.34
ROIC	11%	18%	22%	25%
ROE	11%	15%	17%	17%
毛利率	47%	43%	43%	42%
EBIT Margin	33%	31%	32%	32%
EBITDA Margin	35%	33%	34%	34%
收入增长	105%	66%	25%	15%
净利润增长率	95%	57%	32%	21%
资产负债率	26%	19%	20%	19%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	39.6	25.2	19.1	15.8
P/B	4.2	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	40.4	25.4	20.1	17.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1026	1706	2125	2452
营业成本	539	977	1221	1420
营业税金及附加	30	49	61	71
销售费用	13	24	30	34
管理费用	107	124	134	144
财务费用	(37)	(8)	(11)	(13)
投资收益	0	108	172	251
资产减值及公允价值变动	31	0	0	0
其他收入	4	5	5	5
营业利润	409	653	865	1052
营业外净收支	5	0	0	0
利润总额	414	653	865	1052
所得税费用	53	96	128	156
少数股东损益	16	16	21	29
归属于母公司净利润	345	541	716	866

现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	345	541	716	866
资产减值准备	11	11	9	(2)
折旧摊销	22	28	39	44
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	(8)	(11)	(13)
营运资本变动	(24)	(493)	(8)	(10)
其它	6	(114)	(174)	(240)
经营活动现金流	360	(28)	581	659
资本开支	(103)	(202)	(204)	(6)
其它投资现金流	(1194)	8	172	251
投资活动现金流	(1297)	(194)	(32)	245
权益性融资	27	0	0	0
负债净变化	100	(100)	0	0
支付股利、利息	(44)	(100)	(133)	(160)
其它融资现金流	549	(100)	0	0
融资活动现金流	632	(200)	(133)	(160)
现金净变动	(304)	(422)	416	745
货币资金的期初余额	2632	2328	1906	2322
货币资金的期末余额	2328	1906	2322	3067
企业自由现金流	204	(210)	408	699
权益自由现金流	440	(302)	417	710

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	段迎晟	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		数据与系统支持	
戴军	0755-82133129	杨涛	0755-82133339	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	康亢	010-66026337	徐左乾	0755-82133090
秦国文	0755-82133528	李腾	010-88005310	袁剑	0755-82139918
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		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492-1277 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戡	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166 zhenyi@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 18022@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjwen@guosen.com.cn	赵晓曦	82134356-1228 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		