

研究所

证券分析师：杨娟荣 S0350510120011
0755-83707462 yangjr@ghzq.com.cn

经营状况优异，2012 继续发力

——碧水源（300070）2011 年报点评

最近一年走势



投资要点：

■ **2011 年，公司经营状况优异。**这主要体现在 5 个方面：（1）经营业绩快速增长：2011 年营业收入同比增长 105%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 95%。（2）盈利能力优异：销售毛利率明降实升，调整后净利率与 2010 年基本持平。（3）债务偿还能力强：流动比率由 2010 年的 14.82 倍下降至 2011 年的 2.81 倍。显示公司流动资产结构趋于合理，且具备较强的债务偿还能力。（4）运营能力良好：2011 年应收账款周转天数为 68 天，仅比 2010 年上升 14 天，在 2011 年国内经济增速回落的背景下公司可实现应收账款的顺利回收实属难能可贵。（5）资金充足：截止 2011 年底，公司货币资金量为 23.28 亿元，公司近几年的快速发展具备充足的资金支持。

■ **2012 年继续发力。**随着“十二五”污水处理方案在 2011 年基本制定完毕，2012 年开始进入项目集中实施期，行业增速预计将快于 2011 年。在成功布局六地之后，公司 2012 年将继续发力，预期未来两年公司将继续保持快速增长。

■ **维持买入评级。**经测算，预计公司 2012/2013/2014 年每股收益分别为 1.87/2.56/3.37 元，42.20 元的股价对应市盈率分别为 23/17/13 倍。维持“买入”评级。

市场数据

2012-3-8

当前价格（元）	42.20
52 周价格区间（元）	30.1-52.58
总市值（百万）	13647.48
流通市值（百万）	5023.11
总股本（万股）	32340.00
流通股（万股）	11903.10
日均成交额（百万）	76.33
近一月换手（%）	39.30

相关报告

《碧水源（300070）：国内 MBR 应用领航者（增持）》

《碧水源（300070）中报点评：收入季节效应明显，期待下半年的爆发（增持）》

《碧水源（300070）2011 年三季报点评：四季度业绩大幅增长可期（增持）》

《碧水源（300070）跟踪报告：布局六地，春耕秋收（买入）》

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	1026	1559	2234	2994
增长率（%）	105%	52%	43%	34%
净利润（百万元）	345	606	826	1090
增长率（%）	95%	76%	36%	32%
摊薄每股收益（元）	1.07	1.87	2.56	3.37
ROE（%）	10.16%	15.35%	17.54%	19.03%

1、经营状况优异

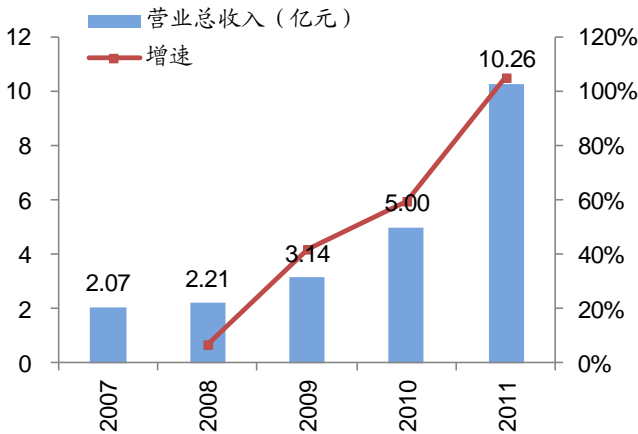
2011年，公司经营状况优异，这主要体现在5个方面：（1）经营业绩快速增长；（2）盈利能力优异；（3）债务偿还能力强；（4）运营能力良好；（5）资金充足。

1.1、经营业绩快速增长

2011年，公司经营业绩快速增长。2011年公司实现营业收入10.26亿元，同比增幅高达105%；实现归属于母公司所有者的净利润3.45亿元，同比增长95%；基本每股收益为1.07元。

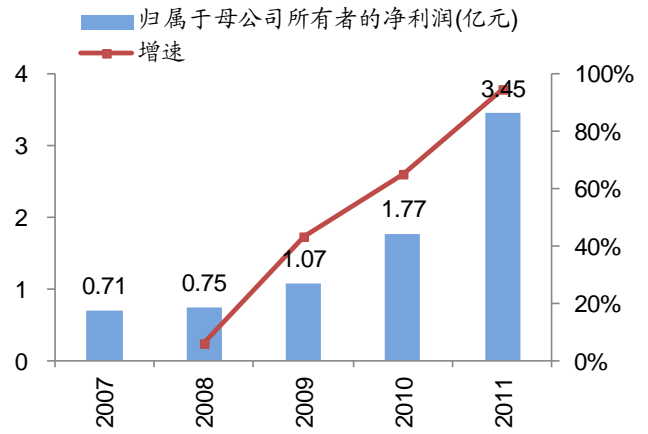
公司主营业务包括：污水处理整体解决方案、给排水工程、净水器销售，其中，污水处理整体解决方案是公司的核心业务，2011年此业务收入为9.16亿元，营收占比为89%。

图 1、2011 年营业收入同比增长 105%



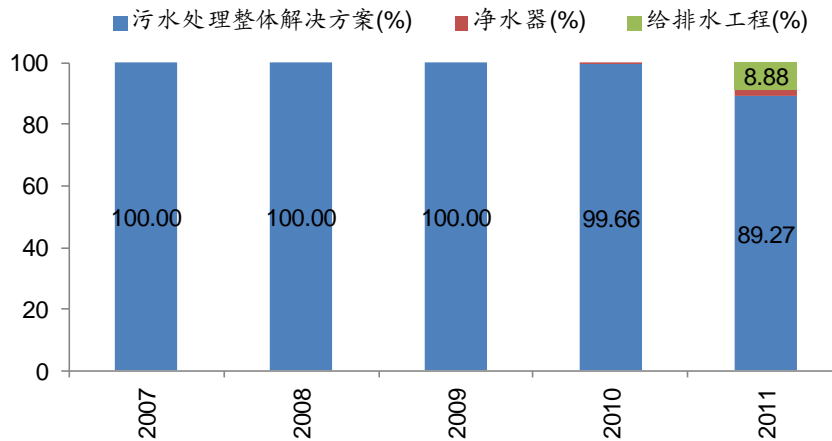
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2、2011 年净利润同比增长 95%



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3、污水处理整体解决为公司的核心业务



资料来源：Wind、国海证券研究所

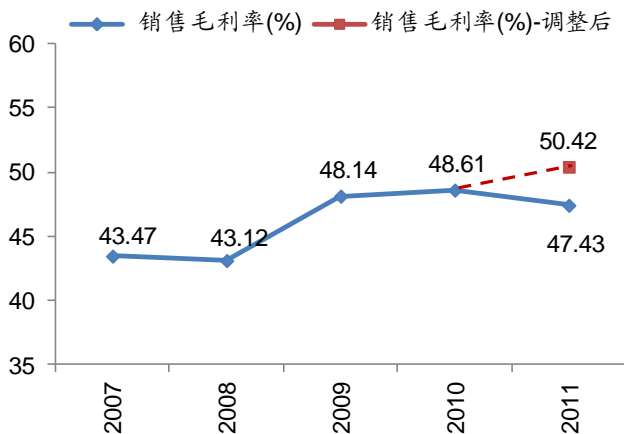
1.2、盈利能力优异

销售毛利率明降实升。2011年，公司销售毛利率为47.43%，相比2010年下降1.18个百分点，这主要是由于毛利率较低的北京久安建设2011年被纳入合并报表。若剔除给排水工程业务，则公司销售毛利率为50.42%，同比上升1.81个百分点。分业务来看，污水处理整体解决业务毛利率为49.91%，上升1.27个百分点；净水器毛利率为75.15%，上升幅度高达36.6个百分点；给排水工程毛利率为16.69%。

销售净利率与2010年基本持平。公司销售净利率为33.58%，同比下降2.28个百分点，这主要是因为2010年摊销了职工期权费用2,972.45万元导致销售期间费用率上升至7.70%，剔除此费用后，2011年公司销售期间费用率为4.80%，与2010年持平。则，2011年调整后净利率约与2010年持平。

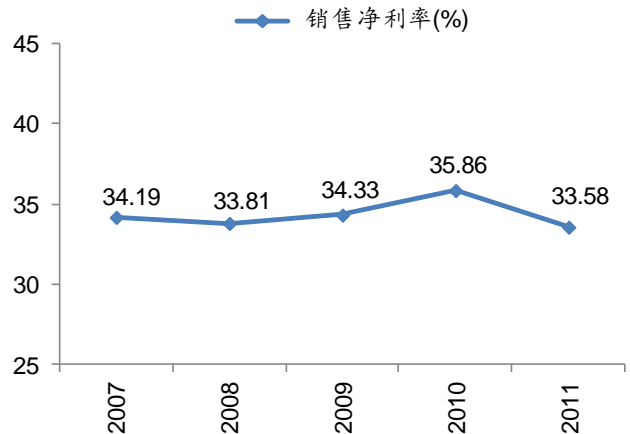
2011年，公司加权净资产收益率为11.18%，同比上升2.46个百分点，显示大量超募资金逐步产生效益。预计随着公司业务的拓展、超募资金的更充分使用，公司净资产收益率将进一步上升。

图 4、销售毛利率明降实升



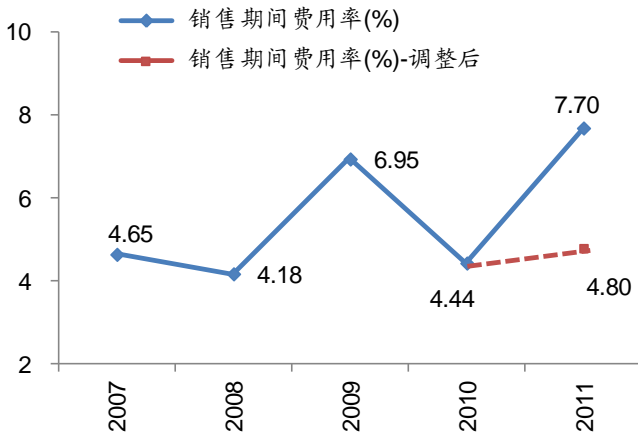
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5、销售净利率



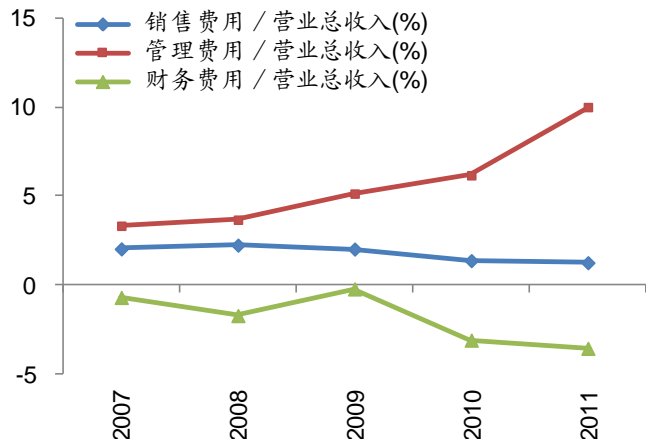
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6、销售期间费用率



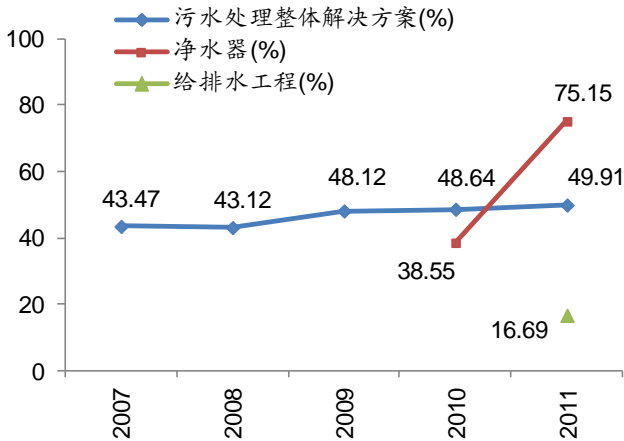
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 7、三项费用率



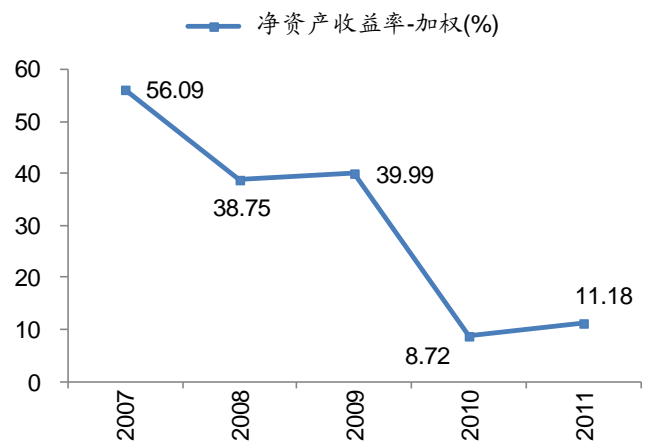
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8、各项业务毛利率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9、净资产收益率

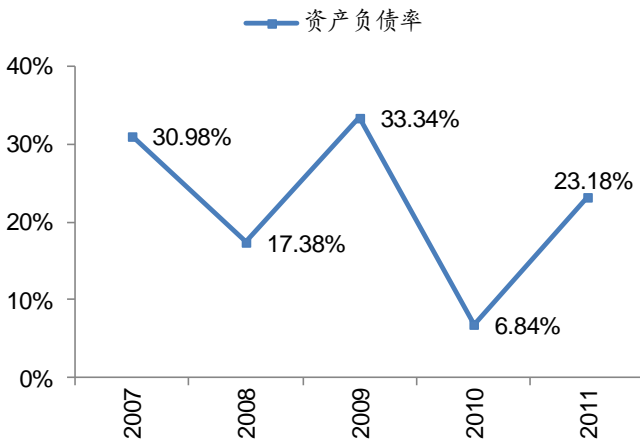


资料来源: Wind、国海证券研究所

1.3、债务偿还能力强

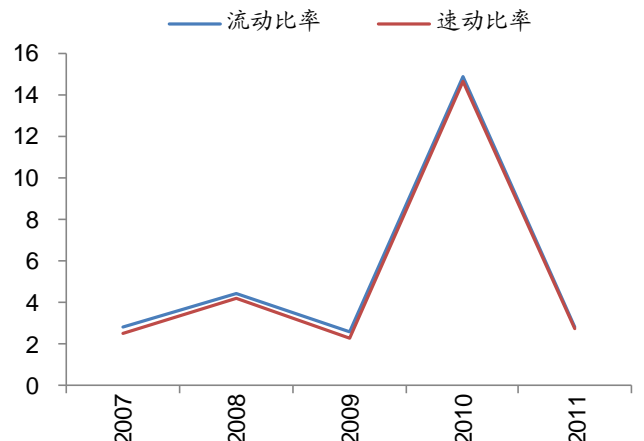
2011 年, 公司资产负债率为 23.18%, 虽相比 2010 年的 6.84% 有所上升, 但仍保持在合理水平。流动比率由 2010 年的 14.82 倍下降至 2011 年的 2.81 倍, 速动比率由 2010 年的 14.6 倍下降至 2011 年的 2.7 倍。以上数据显示, 公司流动资产结构趋于合理, 且具备较强的债务偿还能力。

图 10、资产负债率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 11、流动比率、速动比率



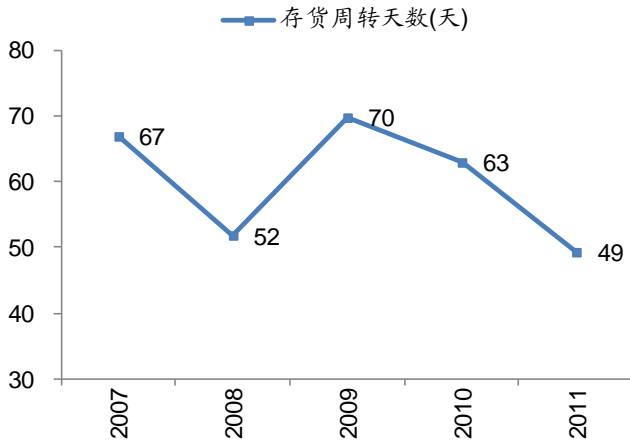
资料来源: Wind、国海证券研究所

1.4、运营能力良好

2011 年底，公司应收账款余额为 2.82 亿元，应收账款占营业收入的比例为 28%，同比上升 7 个百分点；公司应收账款周转天数为 68 天，仅比 2010 年上升 14 天。2011 年，国内经济增速回落，政府、企业支付能力均出现下降，在此背景下公司可实现应收账款的顺利回收实属难能可贵。

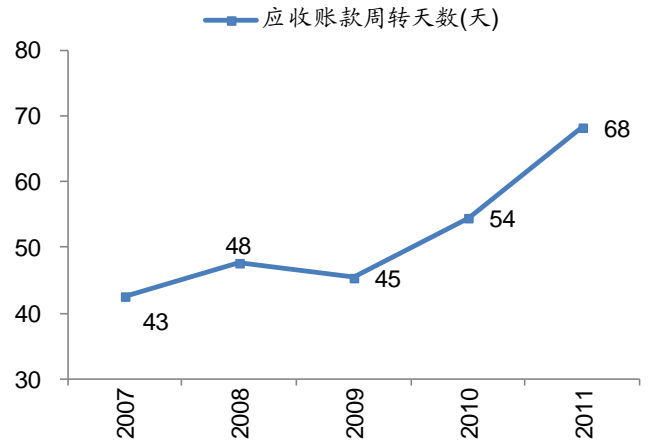
2011 年，公司存货周转天数为 49 天，相比 2010 年下降 14 天，显示公司具备良好的运营能力。

图 12、存货周转天数下降



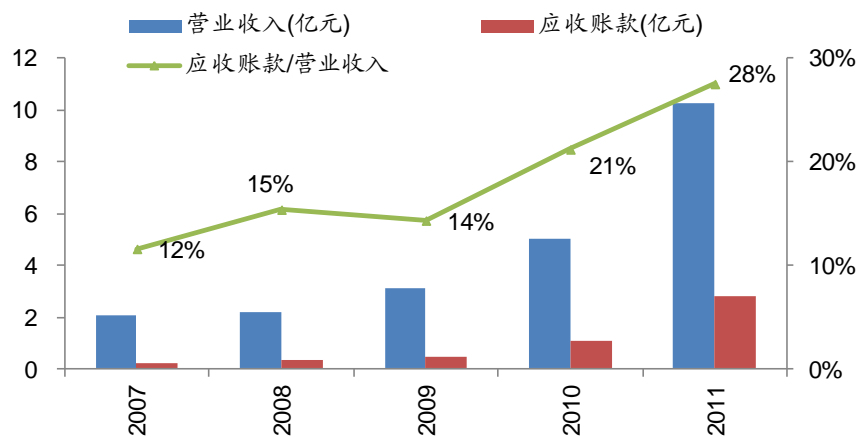
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 13、应收账款周转天数上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 14、2011 年应收账款/营业收入仅小幅上升

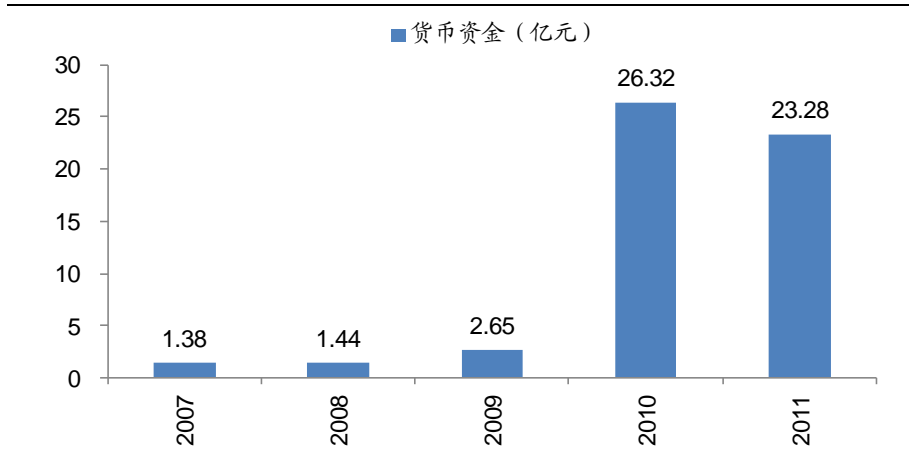


资料来源：Wind、国海证券研究所

1.5、资金充足

2011 年，公司应收账款回收顺利，全年经营活动产生的现金流量净额为 3.6 亿元。截止 2011 年底，公司货币资金量为 23.28 亿元，公司近几年的快速发展具备充足的资金支持。

图 15、公司货币资金充足



资料来源: Wind、国海证券研究所

2、2012 年继续发力

截止 2011 年底,公司已在北京、江苏、云南、湖南、内蒙古、湖北 6 个地区建立了业务根据地,下属公司达到 16 家之多。以上 6 个地区是公司经过科学的战略分析圈定的目标市场,这些地区具备良好的政策环境,是公司收获项目订单的沃土。

目前,公司在手订单充裕,执行中的大中型项目包括:昆明市第九和第十污水处理厂(5 亿元)、南京城东污水处理三期项目(约 2.1 亿元)、北京市高碑店再生水厂超滤膜系统(1.86 亿元)、昆明市呈贡新区洛龙河雨水处理站项目(7000 万元)等,这为公司 2012 年业绩的稳步增长提供了一定基础。

公司在北京市场处于垄断地位,北京亦庄经济开发区再生水项目、自来水厂提标改造项目等均为公司潜在项目。自 2008 年在江苏成立合资公司、2010 年在云南成立合资公司后,公司近几年在江苏、云南连续斩获大单,业务拓展顺利,目前江苏、云南仍有大量待建项目,可以预期公司将成为这块市场蛋糕的重要分享者。2011 年,公司连续布局湖南、内蒙古、湖北,预计经过半年时间的筹备,2012 年公司在这些地区的项目将陆续开建,成为公司 2012、2013 年业绩增长的重要来源之一。

表 1、公司已在北京、江苏、云南、湖南、内蒙古、湖北建立业务根据地

地区	公司名称	设立时间	持股比例	合资方
	北京碧水源膜科技有限公司	2006/10	100%	--
	北京碧水源净水科技有限公司	2009/06	60%	鲁纯、梁辉
	北京碧水源环境科技有限公司	2010/11	100%	--
北京	普瑞奇环境工程(北京)有限公司	2011/03	51%	杨海清,李桂平,王彦成等
	北京碧水源博大水务科技	2011/04	55%	北京博大水务有限公司 北京泰宁科创雨水利用技术股份有限公司
	北京久安建设投资集团有限公司	2011/04	50.15%	陈桂珍、杨中春、黄瑛、吴仲全
	北京碧水源固体废物处理科技有限公司	2011/08	96%	石艾帆

	江苏碧水源环境科技有限公司	2008/09	70%	无锡市市政公用产业集团 无锡市高新技术风险投资股份有限公司
江苏	南京城建环保水务投资有限公司	2011/06	50%	南京市城市建设投资控股(集团)有限责任公司
	无锡碧水源丽阳膜科技有限公司	2011/07	39%	三菱丽阳株式会社 江苏碧水源环境科技有限责任公司
	云南城投碧水源水务科技	2010/02	50%	云南省水务产业投资有限公司
云南	昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司	2011/04	49%	昆明滇池投资有限责任公司
	云南水务产业投资发展有限公司	2011/05	49%	云南省水务产业投资有限公司
湖南	湖南碧水源科技有限公司	2011/06	72%	益阳市城市建设投资开发有限公司
内蒙	内蒙古东源水务科技发展有限公司	2011/11	49%	内蒙古东源宇龙王实业(集团)有限公司
湖北	武汉武钢碧水源环保技术有限责任公司	2011/12	49%	武钢工程技术集团

资料来源: Wind、国海证券研究所

表 2、公司项目储备丰富

地区	执行中的大中型项目	潜在项目
北京	北京市高碑店再生水厂超滤膜系统(1.86亿元)、北京市房山区城关再生水厂及回用管网工程设备(约370万元)、北京市通州区河东再生水厂工程(2401万元)	亦庄经济开发区再生水项目、北京市自来水厂提标改造项目、北京市再生水厂建设项目
江苏	无锡市城北污水处理厂五期(约7000万元)、无锡马山污水处理项目(约2800万元)、南京城东污水处理三期项目(约2.1亿元)、南京仙林大学城污水处理项目(约7000万元)	无锡市污水处理厂新建、改造项目,南京市污水处理厂新建、改造项目
云南	昆明市第九和第十污水处理厂(5亿元)、昆明市呈贡新区洛龙河雨水处理站项目(7000万元)	昆明安宁污水再生利用项目(30万吨)、昆明市第十一污水处理厂、昆明市第十二污水处理厂、云南省州县污水处理厂建设
湖南		龙岭工业园污水处理项目(约8000万元)、益阳高新区南扩区污水处理项目(约1亿元)、大通湖区污水处理项目(约3700万元)、安化梅城污水处理项目(约6000万元)、湖南省污水处理厂新建、改建项目
内蒙古		鄂尔多斯市达拉特旗树林召镇生活污水处理厂新建项目、鄂尔多斯市达拉特旗电厂冷却水再生回用新建项目,内蒙古工业废水处理项目、内蒙古市政污水处理项目

武汉

武钢工业港、北湖工业废水后期深度处理（43万吨/天）、港东水厂升级改造，武钢集团工业废水处理项目、武汉市污水处理厂新建、改造项目

资料来源：公司公告、公开网站、国海证券研究所

3、二级市场投资建议

随着“十二五”污水治理方案在 2011 年基本制定完毕，2012 年开始进入项目集中实施期，行业增速预计将快于 2011 年。在成功布局六地之后，公司 2012 年将继续发力，预期未来两年公司将继续保持快速增长。

经测算，预计公司 2012 / 2013 / 2014 年每股收益分别为 1.87 / 2.56 / 3.37 元，42.20 元的股价对应市盈率分别为 23 / 17 / 13 倍。维持“买入”评级。

4、风险提示

主要客户支付能力严重下降导致项目应收账款不能及时收回的风险；

受竞争对手挤压，公司拿项目能力出现下降的风险；

公司在建项目建设进度放缓的风险。

表 3、碧水源盈利预测

证券代码:	300070.sz				股票价格:	42.20	投资评级:	买入		日期:	2012/3/8
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E		
盈利能力					每股指标						
ROE	10%	15%	18%	19%	EPS	1.07	1.87	2.56	3.37		
毛利率	47%	48%	48%	49%	BVPS	10.09	11.73	13.95	16.89		
期间费率	11%	5%	8%	10%	估值						
销售净利率	34%	39%	37%	36%	P/E	39.61	22.53	16.51	12.52		
成长能力					P/B	4.18	3.60	3.02	2.50		
收入增长率	105%	52%	43%	34%	P/S	13.30	8.76	6.11	4.56		
利润增长率	95%	76%	36%	32%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.23	0.30	0.37	0.41	营业收入	1026	1559	2234	2994		
应收账款周转率	3.34	3.06	3.06	3.06	营业成本	539	811	1152	1536		
存货周转率	5.07	5.07	5.07	5.07	营业税金及附加	30	45	65	87		
偿债能力					销售费用	13	20	28	38		
资产负债率	23%	23%	22%	21%	管理费用	103	134	172	213		
流动比	2.81	2.93	3.24	3.61	财务费用	(37)	(113)	(76)	(51)		
速动比	2.70	2.78	3.06	3.40	其他费用/(-收入)	31	60	101	144		
					营业利润	409	723	995	1317		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业外净收支	5	6	7	8		
现金及现金等价物	2328	2607	3217	4059	利润总额	414	729	1002	1325		
应收款项	307	509	729	977	所得税费用	53	94	129	171		
存货净额	106	169	240	320	净利润	360	634	872	1154		
其他流动资产	17	26	38	51	少数股东损益	16	29	46	64		
流动资产合计	2758	3311	4223	5406	归属于母公司净利润	345	606	826	1090		
固定资产	200	220	238	254							
在建工程	38	48	58	68	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
无形资产及其他	116	116	114	113	经营活动现金流	360	271	477	719		
长期股权投资	814	939	939	939	净利润	360	634	872	1154		
资产总计	4412	5119	6058	7266	少数股东权益	16	29	46	64		
短期借款	100	100	100	100	折旧摊销	22	32	34	35		
应付款项	246	391	555	741	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	11	17	24	32	营运资金变动	(38)	(424)	(475)	(535)		
其他流动负债	624	624	624	624	投资活动现金流	(1297)	(155)	(28)	(26)		
流动负债合计	981	1132	1304	1497	资本支出	(39)	(30)	(28)	(26)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(784)	(125)	0	0		
其他长期负债	41	41	41	41	其他	(474)	0	0	0		
长期负债合计	41	41	41	41	筹资活动现金流	1216	(78)	(106)	(139)		
负债合计	1023	1173	1345	1538	债务融资	100	0	0	0		
股本	323	323	323	323	权益融资	27	0	0	0		
股东权益	3389	3946	4713	5727	其它	1089	(78)	(106)	(139)		
负债和股东权益总计	4412	5119	6057	7265	现金净增加额	279	39	344	553		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

杨娟荣，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。