

研究所

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

各项业务拓展顺利，业绩快速增长可期

——碧水源（300070）2012年中报点评

事件：

2012年7月25日晚间，公司发布2012年中报：2012上半年，公司实现营业收入4.66亿元，同比增长133.37%；实现归属于上市公司股东的净利润约0.81亿元，同比增长34.41%，对应每股收益0.15元。

评论：

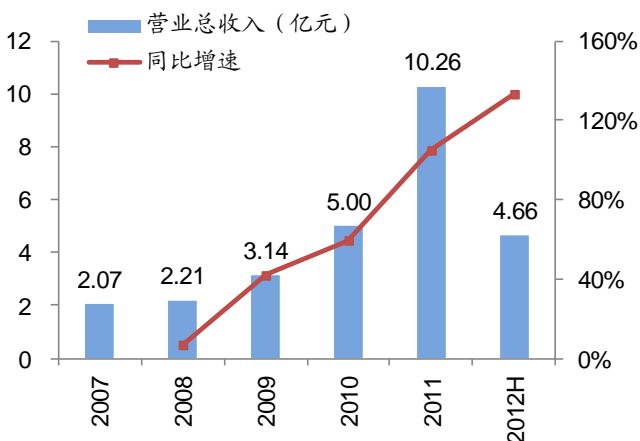
1、2012上半年业绩表现良好

1.1、核心业务稳健增长

中报业绩基本符合预期。公司营业收入同比增长133.37%，归属于上市公司股东的净利润同比增长34.41%，净利润增速位于预告增幅25-40%的中间水平。

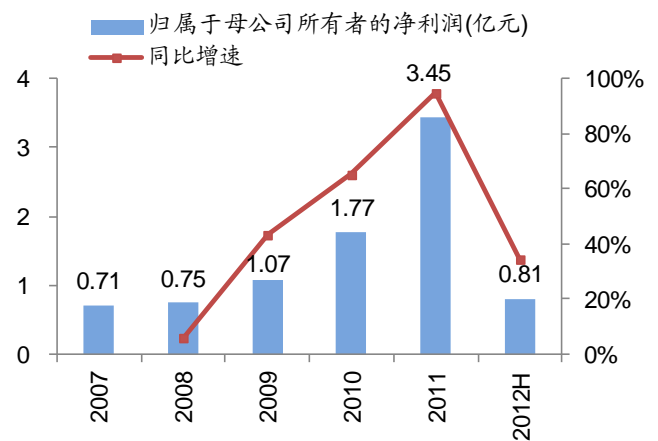
核心业务稳健增长。公司营业收入增速显著快于净利润增速是北京久安建设并表所致，久安建设主营给排水工程建设，其毛利率仅为19%。剔除给排水工程，污水处理整体解决方案与净水器销售的营业收入同比增长43.53%，显示公司核心业务稳健增长。

图 1、2012 上半年营业收入同比增长 133%



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2、2012 上半年净利润同比增长 34%



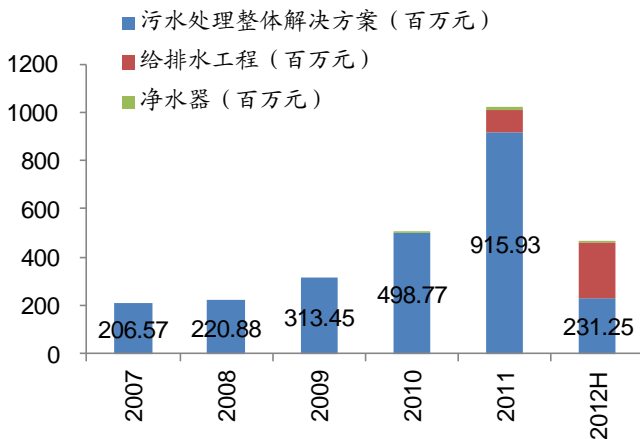
资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、各项业务拓展顺利

各项业务拓展顺利，净水器销售爆发式增长。从分项业务收入来看，污水处理整体解决方案营业收入为 2.31 亿元，同比增长 42.18%；净水器销售实现爆发式增长，实现营业收入约 700 万元，同比增长 109.59%，显示公司销售渠道建设效果开始显现，公司计划下半年投放净水器广告、继续加大销售力度，加之百姓健康意识逐渐提高，因此预计下半年净水器销售收入将大幅超过上半年；给排水工程实现营收 2.28 亿元，同比增长 574.45%，这一方面是因为久安建设收入 2011 年 4 月之后才进入合并报表，另一方面是因为 2012 上半年久安建设业务拓展顺利。剔除并表时间因素后，给排水工程营收增速为 199.76%。目前久安建设在手订单充裕，预计下半年给排水工程营收可达到上半年的水平。

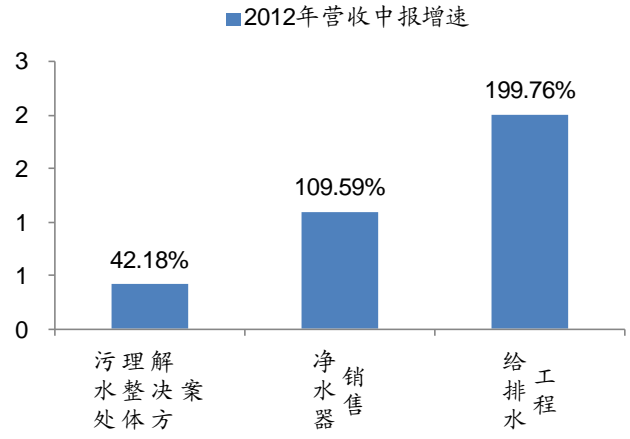
2012 年 7 月 1 日，自来水新标开始正式实施，我国水环境污染严重，自来水厂提标改造迫在眉睫，国内自来水厂升级改造需求开始启动。在新标要求下，膜法将成为自来水深度处理的主流工艺之一。在此背景下，凭借丰富的污水处理工程经验，公司将在自来水厂提标改造市场中大展身手，此业务也将逐步成长为公司的主要业务之一。

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

图 4、各项业务拓展顺利



资料来源：Wind、国海证券研究所

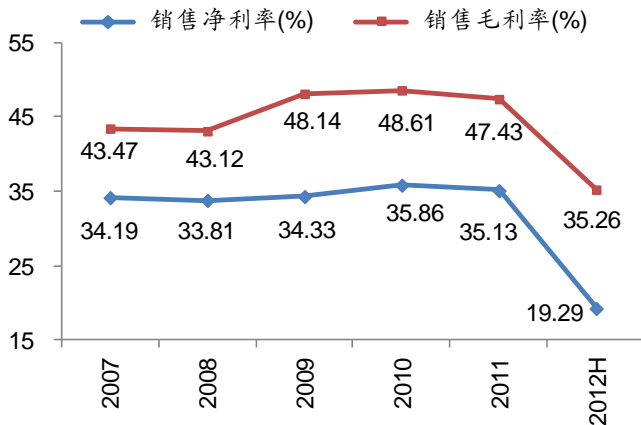
1.3、盈利能力依然优异

2012 上半年，公司毛利率为 35.26%、净利率为 19.29%，相比 2011 年出现较大幅度下滑，这主要是由于 2012 上半年给排水工程收入占比高达 48.90%，但其毛利率仅为 19%，因此综合毛利率被显著拉低。下半年，污水处理整体解决方案营收将大量释放，因此全年综合毛利率将维持在较高水平，经测算，预计 2012 年公司综合毛利率将维持在 43%以上，净利率将维持在 30%左右，盈利能力依然强劲。

分项来看，污水处理整体解决方案 2012 上半年毛利率为 50.87%，与前期水平基本持平；净水器毛利率为 47.58%，相比 2011 年显著下滑，这是因为前期净水器毛利率畸高，目前回落只是恢复至正常水平；给排水工程毛利率为 19.05%，相比 2011 年小幅上升。

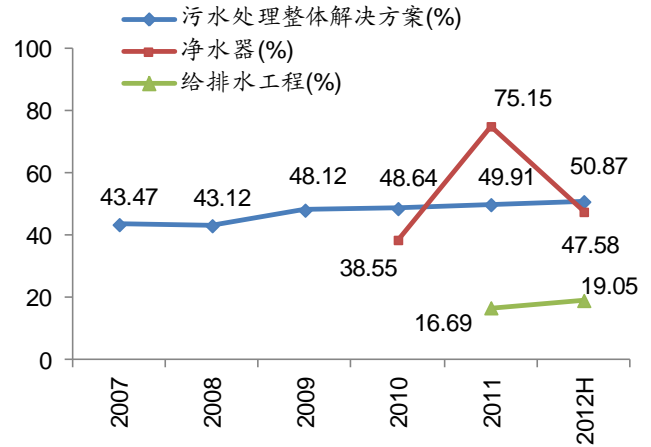
2012 上半年，公司销售期间费用率为 8.12%，呈现上升之势，这主要是因为摊销了职工期权费用 1361.36 万元，剔除此费用后，2012 上半年公司销售期间费用率为 5.20%，与前期基本持平。

图 5、销售毛利率、净利率



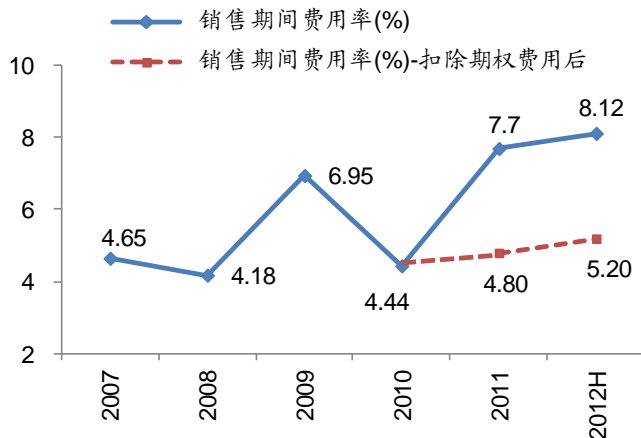
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6、分项业务毛利率



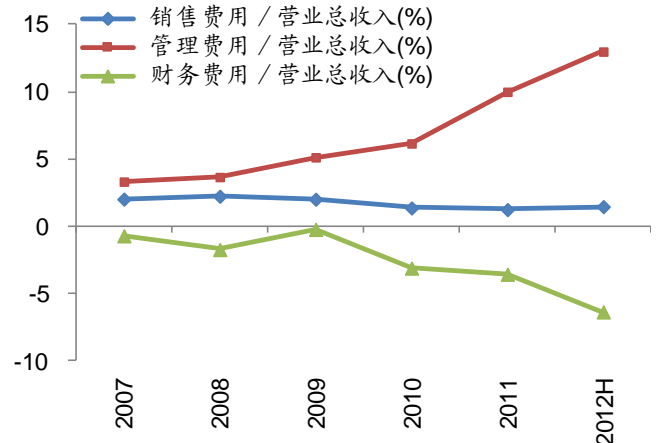
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7、销售期间费用率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 8、三项费用率



资料来源: Wind、国海证券研究所

2、合资公司逐步开花结果

全国布局仍在进行，各地合资公司逐步开花结果。目前公司已设立 18 家下属公司，业务区域覆盖北京、云南、江苏、湖南、湖北、内蒙、新疆七地。除此之外，公司亦计划进驻山东、江西等地，抢占国内市场。目前，各地合资公司业务逐步展开，北京、云南两地贡献了大部分利润，特别是云南水务产业投资发展有限公司 2012 上半年实现营业收入 7200 万元，表现耀眼。合资公司后期业务的顺利开展将为公司业绩的快速增长提供强劲动力。

表 1、碧水源下属公司已达 18 家，业务范围覆盖 7 个地区

地区	公司名称	设立时间	持股比例	合资方
北京	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%	--
	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	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
	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	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
	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	湖南碧水源环保科技有限公司	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
	鄂尔多斯奥源排水有限责任公司	2012/05	26%	鄂尔多斯市市政排水有限公司 内蒙古东源宇龙王实业（集团）有限责任公司 大奥投资控股有限公司
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
新疆	新疆科发环境资源股份有限公司	2012/05	29.8%	杨桂萍、杨熙海、詹惠蓉

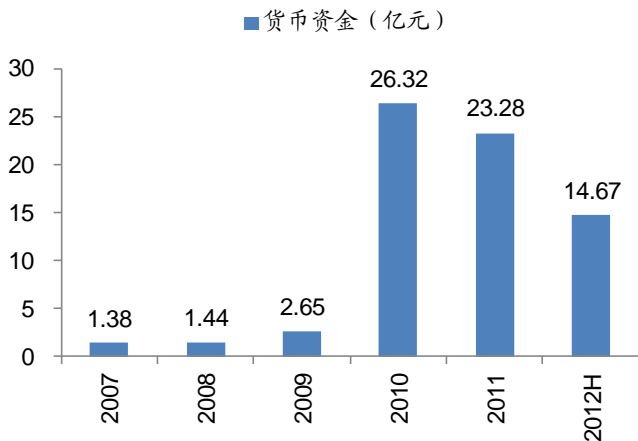
资料来源：公司公告、国海证券研究所

3、公司资金充裕，业务拓展有保证

2012 年 6 月底，公司尚有 14.67 亿元货币资金，且公司拥有大量银行授信，资产负债率也仅为 22.16%，各种数据显示公司资金充裕，后期业务拓展有保证。

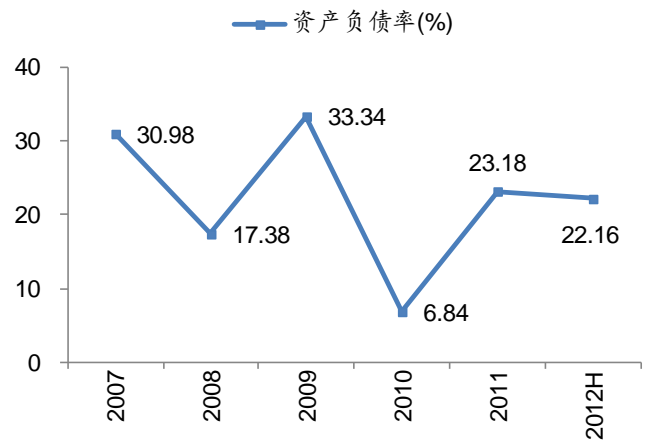
公司上市时超募资金 18.8 亿元，目前已有 17.7 亿元资金指定了用途，剩余未指定用途的超募资金为 1.1 亿元，在已指定用途的超募资金中有 8.7 亿元被用以补充流动资金，有 8.76 亿元被用以成立合资公司，大量超募资金为公司的发展提供了有力支持。

图 9、公司货币资金充裕



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 10、资产负债率处于较低水平



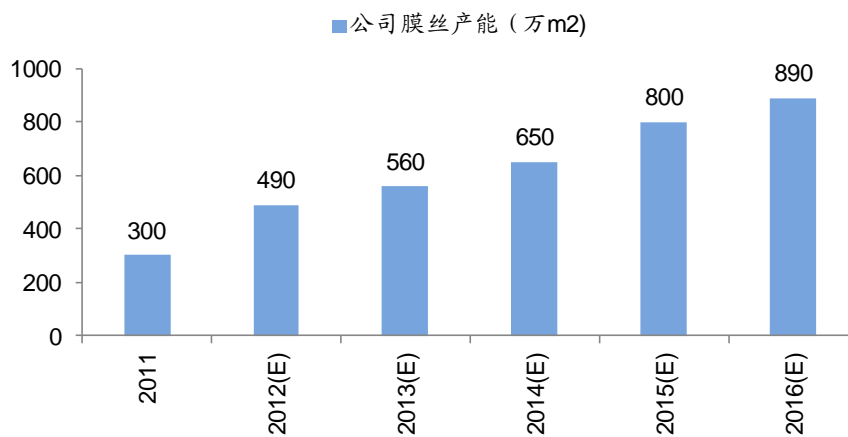
资料来源: Wind、国海证券研究所

4、膜丝产能可支撑目前业务规模

膜丝产能建设进度稍有滞后,但并不影响合同执行。截止 2012 年中,公司有超滤膜产能 100 万平米、微滤膜产能 200 万平米,膜丝产能合计 300 万平米,按照原定计划,公司目前产能应达到 400 万平米左右,目前膜丝产能建设稍有滞后。虽如此,但 300 万平米的膜丝仍可支撑约 15 亿元的项目,

公司超微滤膜丝产能为 300 平米,按照原定计划可达到 400 平米以上,膜丝产能建设稍有滞后,但 300 平米的膜丝产能仍可支撑约 15 亿元的项目,膜丝可实现全部自给,公司合同执行不会受到影响。

图 11、膜丝产能建设稍有滞后



资料来源: Wind、国海证券研究所

5、维持“买入”评级

维持“买入”评级。经测算,公司 2012-2014 年每股收益为 1.10/1.48/1.94 元,未来三年净利润年均复合增长率为 46%。30.98 元股价对应 2012-2014 年 PE 为 28/21/16 倍,维持“买入”评级。

6、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 2、碧水源盈利预测

证券代码:		300070.sz		股票价格:		30.98		投资评级:		买入		日期:		2012/7/26	
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%	17%	19%	EPS	0.63	1.10	1.48	1.94						
毛利率	47%	42%	43%	44%	BVPS	10.09	6.90	8.19	9.88						
期间费率	8%	4%	6%	7%	估值										
销售净利率	34%	32%	31%	31%	P/E	49.44	28.14	20.87	15.99						
成长能力					P/B	3.07	4.49	3.78	3.14						
收入增长率	105%	83%	39%	32%	P/S	9.76	9.08	6.54	4.96						
利润增长率	95%	76%	35%	31%											
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E						
总资产周转率	0.23	0.36	0.42	0.46	营业收入	1026	1876	2605	3437						
应收账款周转率	3.34	2.29	2.45	2.45	营业成本	539	1087	1481	1931						
存货周转率	5.07	5.07	5.07	5.07	营业税金及附加	30	54	75	99						
偿债能力					销售费用	13	24	33	43						
资产负债率	23%	25%	24%	23%	管理费用	103	161	199	248						
流动比	2.81	2.73	2.96	3.24	财务费用	(37)	(104)	(65)	(36)						
速动比	2.70	2.55	2.75	3.01	其他费用/(-收入)	31	68	100	138						
					营业利润	409	722	983	1289						
资产负债表 (百万元)					2011	2012E	2013E	2014E							
现金及现金等价物	2328	2379	2917	3614	营业外净收支	5	6	7	8						
应收款项	307	818	1064	1404	利润总额	414	728	990	1297						
存货净额	106	225	307	400	所得税费用	53	94	128	168						
其他流动资产	17	32	44	58	净利润	360	634	862	1130						
流动资产合计	2758	3453	4332	5477	少数股东损益	16	29	46	64						
固定资产	200	220	238	254	归属于母公司净利润	345	605	816	1065						
在建工程	38	48	58	68											
无形资产及其他	116	116	114	113	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E						
长期股权投资	814	929	979	1029	经营活动现金流	360	(234)	404	556						
资产总计	4412	5252	6207	7426	净利润	360	634	862	1130						
短期借款	100	100	100	100	少数股东权益	16	29	46	64						
应付款项	246	521	710	927	折旧摊销	22	32	34	35						
预收帐款	11	20	28	37	公允价值变动	0	0	0	0						
其他流动负债	624	624	624	624	营运资金变动	(38)	(928)	(538)	(673)						
流动负债合计	981	1265	1463	1689	投资活动现金流	(1297)	(145)	(78)	(76)						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(39)	(30)	(28)	(26)						
其他长期负债	41	41	41	41	长期投资	(784)	(115)	(50)	(50)						
长期负债合计	41	41	41	41	其他	(474)	0	0	0						
负债合计	1023	1306	1504	1730	筹资活动现金流	988	(77)	(104)	(136)						
股本	323	550	550	550	债务融资	100	0	0	0						
股东权益	3389	3946	4703	5697	权益融资	27	0	0	0						
负债和股东权益总计	4412	5252	6207	7426	其它	861	(77)	(104)	(136)						
					现金净增加额	51	(456)	221	344						

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，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。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn