

公司研究

公司点评

跟踪评级\_维持: 短期\_推荐, 长期\_A

## 业绩受季节性影响较大, 关注四季度回款状况

——碧水源(300070)公司点评

### 核心观点

**事件:** 公司今日发布2012三季报, 报告期实现营业收入7.08亿元, 同比增长92.40%; 实现营业利润1.54亿元, 同比增长64.20%; 实现净利润1.06亿元, 同比增长31.27%; 合每股收益0.19元, 业绩基本符合预期。

#### 点评:

**净利润增速远低于收入增速主要系子公司北京久安建投并表范围及所得税率变化所致。** 报告期公司净利润远低于收入增速, 主要原因在于: 1) 2011年4月收购50.15%股权的子公司北京久安建投并表始于3Q2011, 而主营给排水工程项目的北京久安毛利率较低(1H2012为19.05%), 在其收入剧增下大幅拉低报告期公司综合毛利率5.10个百分点, 至32.30%; 2) 北京久安的企业所得税率为25%, 而其他重要利润贡献公司的所得税率普遍为15%, 使得报告期公司实际所得税率同比增加12.19个百分点至24.34%。

**三季度业绩同比保持快速增长, 但环比大幅下滑。** 单季度来看, 3Q2012实现营收、净利润各为2.42亿元、0.29亿元, 同比分别增长43.04%、22.15%, 毛利率同比小幅上升0.37个百分点至26.58%; 但3Q2012实现的营收、净利润环比大幅下降18.93%、64.39%, 毛利率环比也大幅下滑了9.98个百分点。这或与公司污水处理工程业务季节性较强的特点有关, 即一般上半年主要从事项目规划、技术方案及设计等准备工作, 项目实施及收入确认主要集中在年底第四季度, 2011年Q1-Q4净利润占比分别为1.8%、15.6%、6.0%、76.6%, 毛利率依次为51.1%、45.8%、26.2%、53.0%。

**预收账款创新高, 但应收账款与经营现金流压力加大。** 报告期末公司预收账款为9226万元, 创近四年新高, 主要系子公司北京久安部分工程项目的预收工程款大幅增加所致; 但报告期末公司应收账款高达4.83亿元, 经营现金流量净额为-2.12亿元, 主要系公司业务及工程规模扩大、下游客户主要以政府为主、及回款一般集中在第四季度等因素有关。

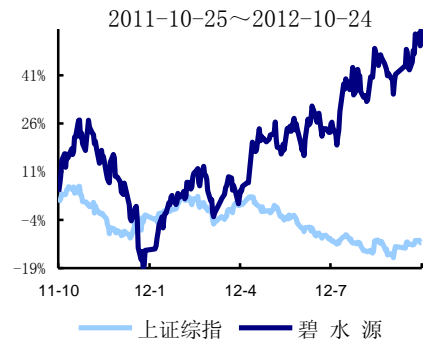
**维持“推荐-A”的投资评级。** 公司凭借集“膜技术+工程经验+资金优势+利益绑定”于一体的“碧水源”独特模式, 已在北京、环太湖、环滇池、海河流域、南水北调及西部缺水地区等我国水环境敏感地区的污水处理厂提标升级与新建扩容改造工程中成为骨干力量, 巩固了公司在国内膜技术领域及污水资源化领域的领军者地位; 未来公司将继续发挥独特的“碧水源”模式, 推动业绩持续增长。预计公司2012-2014年实现每股收益分别为0.97元、1.36元、1.73元, 动态市盈率分别为39X、28X、22X; 维持“推荐-A”投资评级。

提示地方政府财政支出减少、异地扩张放缓及市场竞争加剧等风险。

### 财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	1026	1673	2302	2919
同比增速(%)	105.01%	63.06%	37.58%	26.83%
净利润(百万)	345	531	748	951
同比增速(%)	94.68%	54.14%	40.80%	27.15%
EPS(元)	0.63	0.97	1.36	1.73
P/E	60	39	28	22

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	54978.00
流通A股(万股)	25161.79
52周内股价区间(元)	26.28-49.8
总市值(亿元)	209.91
总资产(亿元)	44.12
每股净资产(元)	10.09
目标价	6个月
	12个月

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-碧水源(300070):污水处理核心业务成长良好, 独特模式力保持持续扩张》 2012-07-26
- 《国都证券-公司研究-公司点评-碧水源(300070):公司推行股权激励方案, 调动管理层和员工积极性》 2010-08-06
- 《国都证券-公司研究-公司点评-碧水源(300070):外省业务拓展取得进展, 超募资金助推公司长期发展》 2010-08-02
- 《国都证券-公司研究-新股研究-碧水源(300070):污水处理行业领先者》

### 研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

### 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

**图表 11: 公司各季度主要财务指标 (单位: 万元)**

项目	3Q2012	2Q2012	1Q2012	4Q2011	3Q2011	2Q2011	1Q2011
全面摊薄EPS (元)	0.046	0.129	0.018	0.48	0.038	0.098	0.011
营业收入	24197	29847	16774	65792	16831	16094	3883
营业成本	17766	18935	11246	30895	12420	8728	1898
毛利率	26.60%	36.60%	33.00%	53.00%	26.20%	45.80%	51.10%
销售费用	367	372	315	288	390	370	237
销售费用率	1.50%	1.20%	1.90%	0.40%	2.30%	2.30%	6.10%
管理费用	2697	3158	2903	3973	2894	2180	1218
管理费用率	11.10%	10.60%	17.30%	6.00%	17.20%	13.50%	31.40%
财务费用	-172	-2815	-150	418	-1613	-2172	-288
财务费用率	-0.70%	-9.40%	-0.90%	0.60%	-9.60%	-13.50%	-7.40%
费用合计	2892	715	3068	4680	1671	379	1167
三项费用率	12.00%	2.40%	18.30%	7.10%	9.90%	2.40%	30.10%
投资净收益	579	850	308	4139	-77	206	-44
营业利润	3503	9353	2510	31552	2432	6212	714
营业利润率	14.50%	31.30%	15.00%	48.00%	14.40%	38.60%	18.40%
利润总额	3555	9535	2591	31936	2448	6298	714
所得税	683	1973	1162	4199	266	741	143
所得税率	19.20%	20.70%	44.80%	13.10%	10.90%	11.80%	20.10%
净利润	2873	7563	1429	27737	2182	5557	570
净利率	11.90%	25.30%	8.50%	42.20%	13.00%	34.50%	14.70%
少数股东损益	346	467	458	1356	114	183	-57
归属母公司净利润	2527	7095	972	26381	2068	5375	627

数据来源: 国都证券

**图表 2: 碧水源 (300070) 盈利预测 (单位: 万元)**

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业收入</b>	<b>31,356</b>	<b>50,047</b>	<b>102,601</b>	<b>167,301</b>	<b>230,173</b>	<b>291,928</b>
YOY%		59.61%	105.01%	63.06%	37.58%	26.83%
减: 营业成本	16,260	25,720	53,941	99,176	131,521	165,669
毛利率	<b>48.14%</b>	<b>48.61%</b>	<b>47.43%</b>	<b>40.72%</b>	<b>42.86%</b>	<b>43.25%</b>
营业税金及附加	490	775	2,966	3,513	4,834	6,130
销售费用	634	686	1,285	1,635	2,204	2,851
管理费用	1,613	3,089	10,265	15,901	21,002	25,838
财务费用	-69	-1,552	-3,654	-5,661	-3,894	-2,716
期间费用率 (%)	6.95%	4.44%	7.70%	7.10%	8.39%	8.90%
资产减值损失	-4	462	1,111	1,000	800	800
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	58	4,224	12,672	17,741	23,063
<b>二、营业利润</b>	<b>12,439</b>	<b>20,923</b>	<b>40,911</b>	<b>64,408</b>	<b>91,447</b>	<b>116,418</b>
YOY%		68.21%	95.53%	57.44%	41.98%	27.31%
加: 营业外收入	0	11	491	350	300	300
减: 营业外支出	1	20	7	50	100	150
<b>三、利润总额</b>	<b>12,438</b>	<b>20,915</b>	<b>41,395</b>	<b>64,708</b>	<b>91,647</b>	<b>116,568</b>
减: 所得税	1,675	2,970	5,349	8,736	13,289	17,194
<b>四、净利润</b>	<b>10,763</b>	<b>17,945</b>	<b>36,046</b>	<b>55,972</b>	<b>78,358</b>	<b>99,374</b>
归属于母公司的净利润	10,719	17,696	34,451	53,100	74,768	95,066
YOY(%)		65.09%	94.68%	54.14%	40.80%	27.15%
少数股东损益	44	248	1,596	2,872	3,590	4,308
净利率 (%)	34.33%	35.86%	35.13%	33.46%	34.04%	34.04%
总股本 (万股)	54,978	54,978	54,978	54,978	54,978	54,978
<b>五、每股收益(元)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.32</b>	<b>0.63</b>	<b>0.97</b>	<b>1.36</b>	<b>1.73</b>

资料来源: 国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张葳	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			