

## 全年业绩增速有望超预期

碧水源 (300070.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

## 1. 事件

2012年10月25日,碧水源公布2012年3季报:公司2012年7-9月实现营业收入2.41亿元,同比增长43.7%,归属于上市公司净利润2527万元,基本每股收益0.05元,同比增长22.19%;前3季度实现营业收入7.08亿元,同比增长92.4%,归属于上市公司净利润1.06亿元,基本每股收益0.19元,同比增长31.27%。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 3季度业绩保持快速增长

3季度业绩保持快速增长,主要原因:(1)污水处理整体解决方案业务在多个地区全面推进,总体工程项目业务量增加,特别是在北京地区、环太湖地区、环滇池地区、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公司成为了骨干力量;(2)北京碧水源净水科技有限公司生产的净水器系列新产品研发与市场开拓进一步增强,品牌认知度进一步提高而增加了销售额;(3)下属子公司北京久安建设投资集团有限公司的给排水工程项目收入进一步增加。

3季度综合毛利率同比下降,主要原因是新增北京久安建设投资集团有限公司承担了部分给排水工程,该业务毛利率相对较低而导致综合毛利率降低。污水处理及污水资源化整体解决方案仍是公司的核心业务及利润来源,其毛利率也保持相对稳定的水平。

### (二) 全年业绩增速有望超预期

目前市场对公司2012年净利润增速预期在60%-70%区间,我们认为公司全年业绩增速有望超过市场预期区间。主要原因是公司所处的行业存在业务的季节性特点,一般上半年主要从事项目规划、技术方案准备及设计等准备工作,项目实施及收入确认主要集中在下半年,特别是第4季度。公司利用自身技术创新与经营实力的优势实现了业务的不断扩大以及全国市场的强势开拓,形成了自身固有的发展模式以及核心部件膜材料大规模生产与完全自给的有效结合,同时合理地控制成本与费用,使公司整体经营业绩持续增长。在目前较好的政策与市场环境下,特别是膜技术逐渐成为解决我国水脏、水少、饮水不安全问题主流技术后的大好形势下,预计本年度公司仍将保持过去的持续高速增长态势。

## 3. 投资建议

我们预测公司2012-2014年的营业收入分别为20.0亿、32.0亿、50.1亿元,EPS分别为1.08元、1.68元、2.65元,对应当前动态PE分别为35X、22X、14X。我们看好MBR水处理产业发展前景,碧水源作为国内MBR龙头企业,未来几年业绩将保持高增长,因此继续维持“推荐”投资评级。

### 分析师

冯大军

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

### 市场数据 时间 2012.10.24

A股收盘价(元)	38.18
A股一年内最高价(元)*	38.18
A股一年内最低价(元)*	18.35
上证指数	2115
市净率	6.31
总股本(万股)	54978
实际流通股(万股)	29816
总市值(亿元)	210.00
流通市值(亿元)	96.07

注: \*前复权价格

### 相关研究

碧水源2012年中报点评	2012.07.26
碧水源公司深度研究报告	2012.02.28
碧水源2011年中报点评	2011.08.11
碧水源2010年年报点评	2011.02.28
碧水源新股定价研究报告	2010.04.06

**表 1: 公司 2010-2011 年主要新签大项目**

项目名称	规模 (万吨/天)	处理工艺	签约时间 (年)
昆明第十污水处理厂工程	15	MBR	2011
昆明第九污水处理厂工程	10	MBR	2011
南京城东污水处理三期项目	15	MBR	2011
南京仙林大学城污水处理项目	5	MBR	2011
昆明洛龙河雨水处理站项目	5	MBR	2011
无锡市城北污水处理厂五期	5	MBR	2011
北京市高碑店污水处理厂与再生水利用工程	100	CMF	2011
北京密云新城地表水厂	5	CMF	2010
北京平谷再生水厂二期	4	CMF	2010
北京市大兴区黄村再生水厂工程	12	MBR	2010
石家庄高新区污水处理厂再生水工程	6.8	MBR	2010
北京丰台河西再生水厂工程	5	MBR	2010
昆明捞鱼河雨水处理站	5	MBR	2010
北京市通州区河东再生水厂工程	4	MBR	2010
滇池环湖截污工程古城雨水处理站	2.5	MBR	2010
北京市昌平区百善再生水厂工程	2	MBR	2010
北京市房山区城关再生水厂及回用管网工程	2	MBR	2010
无锡市马山污水处理厂	2	MBR	2010

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 2: 公司污水处理整体解决方案大项目预测**

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
新签大项目规模 (万吨)	45	50.3	155	210	300
新签大项目金额 (亿元)	5.5	6.1	10.5	20.4	30
未完成大项目金额 (亿元)	4.9	6.3	8.2	14.5	21
当年大项目确认收入 (亿元)	3.1	4.7	8.6	14.3	23.5
Yoy		50.40%	82.98%	66.28%	64.34%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 3: 每股收益对主营收入和毛利率变动的敏感性分析**

EPS (元)		2012A	2013E	2014E
		1.08	1.68	2.65
主营收入变化率	+10%	1.12	1.85	3.10
	-10%	1.03	1.52	2.26
毛利率变化率	+1%	1.10	1.72	2.73
	-1%	1.05	1.63	2.58

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 4: 碧水源 (300070) 财务报表预测**

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2632	2328	2593	3366	4596	营业收入	500	1026	2005	3201	5008
应收票据	3	2	3	6	9	营业成本	257	539	1120	1818	2846
应收账款	106	282	552	881	1378	营业税金及附加	8	30	58	93	145
预付款项	17	15	15	15	15	销售费用	7	13	25	40	63
其他应收款	5	23	23	23	23	管理费用	31	103	180	256	351
存货	41	106	221	358	561	财务费用	-16	-37	-34	-35	-40
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5	11	17	25	38
长期股权投资	31	814	814	814	814	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	169	200	234	244	251	投资收益	1	42	84	127	190
在建工程	29	38	15	15	15	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	209	409	724	1131	1796
无形资产	119	116	112	108	103	营业外收支净额	0	5	5	5	5
长期待摊费用	0	2	1	1	1	税前利润	209	414	728	1136	1801
资产总计	3172	4412	4618	5865	7801	减: 所得税	30	53	97	151	242
短期借款	0	100	0	0	0	净利润	179	360	632	984	1559
应付票据	0	0	0	0	0	母公司净利润	177	345	591	921	1460
应付账款	133	246	504	819	1282	少数股东损益	2	16	40	63	100
预收款项	13	11	11	11	11	基本每股收益(元)	1.20	1.07	1.08	1.68	2.65
应付职工薪酬	2	1	1	1	1	稀释每股收益(元)	1.20	1.07	1.08	1.68	2.65
应交税费	35	58	60	63	67						
其他应付款	4	9	9	9	9	<b>财务指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他流动负债	2	557	0	0	0	<b>成长性</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	59.61%	105.0%	95.44%	59.64%	56.44%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	60.01%	72.65%	82.04%	60.02%	61.26%
负债合计	217	1023	653	1002	1516	净利润增长率	65.09%	94.68%	71.67%	55.80%	58.40%
股东权益合计	2955	3389	3966	4864	6286	<b>盈利性</b>					
						销售毛利率	48.61%	47.43%	44.14%	43.21%	43.17%
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售净利率	35.86%	35.13%	31.51%	30.75%	31.14%
净利润	179	360	632	984	1559	ROE	6.03%	10.56%	15.56%	19.88%	24.50%
折旧与摊销	0	22	23	25	27	ROIC	5.74%	8.52%	13.59%	17.72%	22.09%
经营现金流	178	360	333	728	1167	<b>估值倍数</b>					
投资现金流	-217	-1297	54	96	160	PE	31.72	35.84	35.49	22.78	14.38
融资现金流	2438	632	-121	-52	-97	P/S	11.21	12.03	10.47	6.56	4.19
现金净变动	2399	-304	266	773	1230	P/B	4.21	3.78	5.52	4.53	3.52
期初现金余额	265	2632	2328	2593	3366	股息收益率	0.79%	0.26%	0.26%	0.41%	0.65%
期末现金余额	2664	2328	2593	3366	4596	EV/EBITDA	15.31	28.32	28.89	17.60	10.34

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**冯大军，环保及公用事业证券分析师。**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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**冯大军，北京大学理学博士，2009 年 7 月加入中国银河证券研究部，主要负责环保及公用事业行业和公司证券研究。**

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深圳广州：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)