水务

署名人：陈青青

S0960512080007

0755-82026815

chenqingqing@china-invs.cn

6－12 个月目标价： 55.00 元

当前股价： 48.35 元

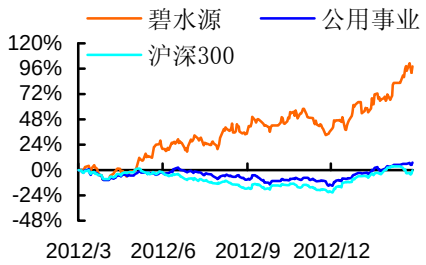
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2365.59
总股本(百万)	550
流通股本(百万)	252
流通市值(亿)	122
EPS	0.19
每股净资产（元）	6.11
资产负债率	22.4%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
碧水源	17.93%	47.81%	46.60%
公用事业	6.02%	24.55%	15.41%
沪深 300	0.81%	25.56%	19.43%



相关报告

《碧水源－三季报点评：符合预期稳增长，全年高增长预期不变》2012-10-25

《碧水源－重大事件点评：落子德州 进军山东水务市场》2012-8-14

《碧水源－中报点评：符合预期稳增长，多元拓展扩空间》2012-7-25

《碧水源－公司点评：落子新疆完善全国布局，工业和再生水领域前景看好》2012 年 05 月 14 日

《碧水源－调研简报：订单保障业绩，拓展提升空间》 2012-04-26

《碧水源－深度研究：问渠那得清如许，唯有“源”头“碧水”来》 2012-04-10

碧水源 300070 强烈推荐

碧水源业绩快报点评：应收略恶化不改公司投资价值，13 年高增长有保障

事件：碧水源今日公告业绩快报，实现营业总收入 17.72 亿元，同比增长 72.7%；实现净利润 5.62 亿元，同比增长 63.2%；EPS=1.02 元，符合市场预期，维持强烈推荐评级。

投资要点：

- **从全年来看，受益于行业增长和公司有效的拓张模式，行业地位进一步稳固，高增长符合预期。**作为推动行业发展的领跑者，在 12 年预计公司在膜技术生活水处理领域市场份额仍然维持在 70%以上。同时，公司有效实现从北京地区行业龙头向全国龙头跨越，12 年外埠地区贡献利润已超过北京地区贡献利润——云南、江苏等地成为重要利润来源地。
- **从盈利能力来看，毛利率较低的给排水工程收入业务（久安）占比增加所致，公司核心业务污水解决整体解决方案较强盈利能力未变。**公司 12 年毛利率为 39.1%，同比下降 8 个百分点，主要由于两个原因导致公司毛利率较低的给排水工程业务占比增大：1）给排水工程业务超预期增长；2）公司外埠地区子公司污水解决方案贡献利润体现在投资收益中未并表，未能在合并报表毛利率中体现。全年净利润率为 31.7%，仍维持行业较高水平。
- **对于市场关注的应收状况：虽然相对 11 年有所恶化，但我们认为仍控制在合理可控水平。**

  1）从应收账款看来，受宏观经济影响有所恶化，但仍控制在合理水平，优于行业其它公司水平。12 年末应收账款为 6.6 亿元，同比增长 130%高于收入增速，应收账款周转率为 3.8 低于 11 年 5.3，可见在宏观经济不乐观的情况下，地方政府支付能力减弱，对公司收益质量有所影响，但仍控制在合理可控水平。

  2）从长期应收账款来看，12 年为 9.8 亿元，增长 5.3 亿元，增长较多的原因主要是公司承接 BT 项目增多。从目前回款状况来看，公司 BT 项目回款状况良好。
- 单四季度来看，收入、净利润分别同比增长 61.6%、 73.0%；第四季度利润占比有所增大，占到全年的 81%，主要是受行业结算周期影响。
- **13 年全年 50%以上高增长有保障。**预计公司今年“圈地”的云南、内蒙、江苏、新疆、武汉等进入项目释放时期，给公司今年高增长提供保障。我们重申碧水源是环保行业中难得的行业空间大、业绩有保障、未来有股价催化（MBR 补贴政策及水行业征收标准等其它政策）的作为底仓配置品种的优秀投资标的，预计 12-14 年公司 EPS=1.02/1.53/1.96，PE=46/30/24X，维持强烈推荐评级，目标价 55 元。
- **风险提示**:合资公司业绩释放低于预期，下游地方政府财政状况持续恶化导致公司收益质量持续恶化，环保板块整体调整系统性风险。

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1026	1782	2345	2897
收入同比(%)	105%	74%	32%	24%
归属母公司净利润	345	560	842	1076
净利润同比(%)	95%	63%	50%	28%
毛利率(%)	47.4%	40.5%	43.7%	44.0%
ROE(%)	10.6%	14.8%	18.2%	18.8%
每股收益(元)	0.63	1.02	1.53	1.96
P/E	28.96	30.26	20.15	15.76
P/B	3.06	4.47	3.66	2.97
EV/EBITDA	39	25	17	13

资料来源：中投证券研究所

表 1：关键财务指标

	2012	2012Q4	2012Q3	2012Q2	2012Q1	2011	2011Q4	2011Q3	2011Q2	2011Q1
毛利率	39.1%	50.6%	14.5%	31.3%	15.0%	47.4%	48.0%	14.4%	38.6%	18.4%
净利润率	31.7%	42.9%	10.4%	23.8%	5.8%	35.1%	40.1%	12.3%	33.4%	16.1%
营业收入 YOY	72.7%	61.6%	43.8%	85.5%	332.0%					
净利润 YOY	63.2%	73.0%	22.2%	32.0%	55.0%					

资料来源：中投证券研究所、公司公告

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2758	4223	5180	6417
现金	2328	3582	4278	5467
应收账款	282	314	523	477
其它应收款	23	26	38	49
预付账款	15	69	70	86
存货	106	214	255	319
其他	4	17	15	20
非流动资产	1654	365	371	372
长期投资	814	0	0	0
固定资产	200	184	168	152
无形资产	116	140	162	179
其他	523	41	41	41
资产总计	4412	4588	5551	6789
流动负债	981	639	758	919
短期借款	100	0	0	0
应付账款	246	501	627	765
其他	635	137	131	155
非流动负债	41	32	34	34
长期借款	0	0	0	0
其他	41	32	34	34
负债合计	1023	671	792	954
少数股东权益	125	125	125	125
股本	323	550	550	550
资本公积	2263	2037	2037	2037
留存收益	677	1206	2047	3124
归属母公司股东权益	3264	3792	4634	5710
负债和股东权益	4412	4588	5551	6789

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	360	411	469	870
净利润	360	560	842	1076
折旧摊销	22	20	20	20
财务费用	-37	-41	-59	-73
投资损失	-42	-118	-194	-267
营运资金变动	-24	-1	-158	116
其它	80	-10	18	-3
投资活动现金流	-1297	934	168	245
资本支出	62	0	0	0
长期投资	-746	-814	0	0
其他	-1982	120	168	245
筹资活动现金流	632	-91	59	73
短期借款	100	-100	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	176	226	0	0
资本公积增加	-148	-226	0	0
其他	504	9	59	73
现金净增加额	-304	1254	696	1188

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1026	1782	2345	2897
营业成本	539	1060	1321	1623
营业税金及附加	30	40	55	69
营业费用	13	26	34	42
管理费用	103	162	211	256
财务费用	-37	-41	-59	-73
资产减值损失	11	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	42	118	194	267
营业利润	409	645	969	1239
营业外收入	5	2	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	414	647	972	1242
所得税	53	87	130	166
净利润	360	560	842	1076
少数股东损益	16	0	0	0
归属母公司净利润	345	560	842	1076
EBITDA	400	624	931	1186
EPS（元）	1.07	1.02	1.53	1.96

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	105.0	73.6%	31.6%	23.6%
营业利润	95.5%	57.7%	50.3%	27.8%
归属于母公司净利润	94.7%	62.7%	50.2%	27.9%
获利能力				
毛利率	47.4%	40.5%	43.7%	44.0%
净利率	33.6%	31.5%	35.9%	37.1%
ROE	10.6%	14.8%	18.2%	18.8%
ROIC	85.6%	142.9%	153.6	251.9%
偿债能力				
资产负债率	23.2%	14.6%	14.3%	14.0%
净负债比率	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.81	6.61	6.84	6.98
速动比率	2.70	6.28	6.50	6.63
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.40	0.46	0.47
应收账款周转率	5	6	5	5
应付账款周转率	2.84	2.84	2.34	2.33
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.63	1.02	1.53	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.75	0.85	1.58
每股净资产(最新摊薄)	5.94	6.90	8.43	10.39
估值比率				
P/E	28.96	30.26	20.15	15.76
P/B	3.06	4.47	3.66	2.97
EV/EBITDA	39	25	17	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

陈青青,中投证券研究所环保行业研究员。天津大学理学学士、南开大学经济学双学士，南开大学经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所　公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434