

**评级：强烈推荐（首次评级）****公用事业****公司年报点评**

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-82303677

邮件：hebenhu@fcsc.cn

**碧水源(300070)****——高增长延续，维持“强烈推荐”**

**事件：**3月22日，公司公布2012年业绩，实现收入177155万元，同比增长73.0%，实现净利润56246万元，同比增长63.3%，对应的EPS为1.02元。另外，拟10转6派0.60元。

同时，预计2013年1月-3月归属于上市公司股东的净利润约1165.98万元-1360.31万元，比上年同期增长：20%-40%。

**要点：****1、各项业务均呈现高速增长**

公司全年实现收入177155万元，同比增长73.0%。其中，核心业务污水处理、净水销售和给水工程等三项业务的增长均超过50%，呈现出新兴行业的龙头特征。

毛利率看，总体保持稳定。污水处理业务一直维持50%左右水平，2012年下降幅度为1.1个百分点。新业务净水销售虽然规模小，但毛利率超过70%，预计净利率超过50%。相对而言，给水工程业务虽然收入增长超过200%，但毛利率只有15%，预计净利水平为5%左右。

按照公司的业务特征看，与电厂等公用事业具备类似性，理论上并不具备很强的周期性。可能与公司的业务结算方式有关，使得Q4比重超过60%。因此，公司预告的2013Q1净利的20%-40%的增长不具备全年的参考性。

**图表1 公司2012年主营收入和毛利率变化一览表**

	收入(万)	收入变化	毛利率	毛利率变化
污水处理	139638	52.5%	48.8%	减少1.1个百分点
净水销售	3131	64.8%	71.0%	减少4.1个百分点
给水	34109	274.5%	15.5%	减少1.2个百分点
总计	177155	73.0%	42.8%	减少4.4个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



## 2、行业景气与竞争优势奠定持续增长

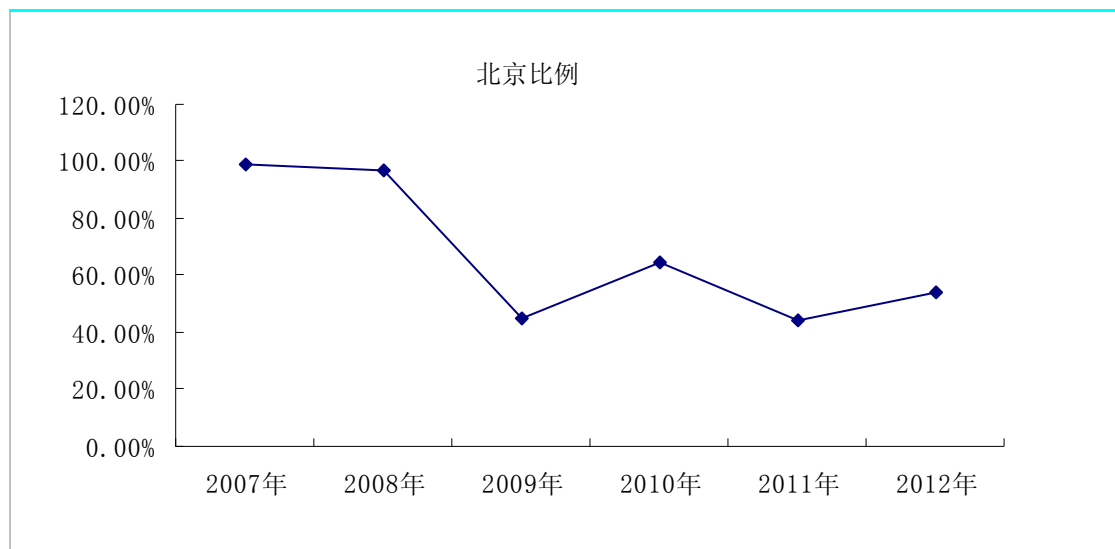
污水处理作为我国工业化进程中的必然产物，也是“十二五”及未来相当长时间内投资的重点，行业将维持高景气度。

公司作为北京地区的污水处理龙头企业，基本形成以北京为基地，逐步向全国辐射的经营策略，公司基本垄断了北京地区的高端污水处理业务。

2009年以前，公司业务基本集中在北京市场。凭借公司国内的领先技术，2009年成功进入无锡、十堰和云南市场，打破了单一区域市场的缺陷。**2009年以来，公司基本形成北京地区和外部地区平分秋色的同步高增长。**譬如2012年，北京地区增长为101%，高于外部地区的47%的增长率，而2011年则是外部地区215%的高增长力压北京地区的45%的增长。

公司的项目积累看，尚未产生效益而进入建设后期的7个项目投资达到**15900万元**，将成为新的利润增长点，也基本体现为北京市区和外部地区共同发展的局面。其中，包括碧水源（禹城）环保科技有限公司、吉林市碧水源环保工程有限公司和新疆科发环境资源股份有限公司等三个外部项目，北京恒泽美顺环保科技有限公司、北京格润美云环境治理有限公司等、北京碧海环保科技有限公司、中关村科技租赁（北京）有限公司等四个北京项目。

图表 2 公司北京地区业务所占比例年度变化对比图



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

## 3、费用控制良好

从2012年的费用的变化幅度看，综合费用率7.0%的绝对水平并不高。虽然部分数据波动幅度较大，但总体



### 呈现优质公司特征和高盈利的行业特征。

销售费用增长111%，但绝对规模不大，占收入比重不足2%。管理费用虽然占比达到8%，但32.4%的增幅显著低于收入增长水平。另外，在公司业务快速扩张的过程中，仍有高额的财务收益。同时，公司的资产减值比重也相当低，只有收入的1%左右，也是公司竞争优势的重要体现。

图表 3 公司 2012 年期间费用变化一览表

万元	2011 年	2012 年	同比
销售费用	1285	2712	111.0%
管理费用	10265	13591	32.4%
财务费用	-3654	-3935	7.7%
资产减值	1111	2185	96.6%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

### 5、盈利预测及投资建议

预计2013年、2013年和2014年每股收益分别为1.58元、2.37元、3.59元，目前的53.04元对应的PE分别为34倍、22倍和15倍。

虽然估值绝对水平不低，但作为景气行业的龙头企业，高增长趋势确定，类似企业具备长期投资价值，我们维持“强烈推荐”投资评级。

### 6、风险因素：

- (1)、毛利率波动的风险；
- (2)、行业竞争的不确定性。

图表 4 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2012 年	2013E	2014E	2015E
<b>一、污水处理</b>				
收入(万元)	139638	209457	314186	471278
增长率	52.5%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利(万元)	68143	100539	150809	226214
毛利率	48.8%	48.0%	48.0%	48.0%
<b>二、净水器</b>				



收入(万元)	3131	5010	8015	12825
增长率	64.8%	60.0%	60.0%	60.0%
毛利(万元)	2223	3507	5611	8977
毛利率	71.0%	70.0%	70.0%	70.0%
<b>二、给水</b>				
收入(万元)	34109	68218	102327	153491
增长率	274.5%	100.0%	50.0%	50.0%
毛利(万元)	5321	14326	21489	32233
毛利率	15.6%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>四、其他</b>				
收入(万元)	277	332	399	479
增长率	-	20.0%	20.0%	20.0%
毛利(万元)	55	66	80	96
毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>五、合计</b>				
收入(万元)	177155	283017	424927	638072
增长率	72.7%	59.8%	50.1%	50.2%
毛利(万元)	75743	118438	177988	267519
毛利率	42.8%	41.8%	41.9%	41.9%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 5 盈利预测表

万	2012 年	2013E	2014E	2015E
<b>一、营业利润</b>				
<b>营业收入</b>	177155	283017	424927	638072
减：营业成本	101261	164579	246939	370552
减：营业税金及附加	3119	4983	7482	11235
减：营业费用	2712	3797	5316	7442
减：管理费用	13591	16989	21236	26545
减：财务费用	-3935	-3148	-2518	-2015
减：资产减值损失	2185	2621	3146	3775
加：投资收益	10994	13193	15831	18997
<b>营业利润</b>	69215	106389	159159	239535
<b>二、利润总额</b>				
加：营业外收支	602	722	867	1040
<b>利润总额</b>	69817	107111	160026	240576
<b>三、净利润</b>				
减：所得税	10241	16067	24004	36086
<b>净利润</b>	59577	91044	136022	204489
<b>四、归属母公司净利</b>				
减：少数股东损益	3330	4329	5628	7317
<b>归属母公司净利润</b>	56246	86715	130394	197173



---

总股本(万)				54978
EPS(元)	1.02	1.58	2.37	3.59

---

数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135