



**谨慎
买入**

11% ↑

目标价格: 人民币 59.00

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 41.00

300070.CH

价格: 人民币 53.04

目标价格基础: 39倍13年市盈率

板块评级: 增持

主要催化剂/事件

- 与汉能集团大型订单顺利执行
- 非公开增发等深加工项目按期投产
- 错价继续维持于较好的水平

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	10	48	113
相对新华富时A50指数	-	10	39	107

发行股数(百万)	549.78
流通股(%)	45.76
流通股市值(人民币 百万)	13,335
13年末每股评估净资产值(人民币)	94
3个月日均交易额(人民币 百万)	净现金
主要股东(%)	
文剑平	25.44

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年3月21日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

环保

李文宾

(8621) 2032 8507

wenbin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S130051207002

碧水源

行业翘楚, 盈利高歌猛进

2012年公司实现营业收入约17.72亿元, 同比增长72.7%; 实现归属于母公司的净利润约5.62亿元, 同比增长63.3%, 折合每股收益1.02元, 与我们的盈利预测高度吻合。同时公司将每10股派息0.6元含税, 并实施10转增6股。公司业绩增长主要得益于上市后公司在全国主要水环境敏感市场构建了独特高效的“碧水源模式”, 未来各战略据点将进入业绩爆发期。因此我们上调公司2013-2014年每股盈利预测至1.52元和2.13元, 并将公司目标价从41.00元上调至59.00元, 并将评级下调至谨慎买入。

支撑评级的要点

- **优势市场进一步巩固。**2012年公司陆续在北京、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参与了当地的污水处理厂提标升级与新建扩容改造、污水资源化等工程, 巩固了在国内膜技术领域及污水资源化领域的领军者地位。
- **碧水源模式即将全国发力, 在手订单充沛。**公司挟雄厚的超募资金于全国布局, 目前在手订单量十分充沛。此外除优势省市地区外, 内蒙、新疆等地有望陆续进入业绩贡献期。
- **持续技术投入, 立足长远。**公司在膜材料、膜组件等核心技术领域持续不断投入雄厚资金, 有望继续加强产品的核心竞争力。

评级面临的主要风险

- 由于公司承接的项目大多为市政污水处理工程, 项目资金主要依靠当地政府财政, 如果当地政府财政紧张, 则容易对公司回款产生较大的压力。
- 公司膜技术虽然较为先进, 但一旦公司承接项目运营中出现意外, 则会对公司未来项目的拓展产生不利的影响。

估值

- 我们给予公司近39倍的2013年市盈率估值, 将公司目标价从41.00元上调至59.00元, 并给予**谨慎买入**的评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	1,026	1,772	3,266	5,029	7,167
变动(%)		73	84	54	43
净利润(人民币 百万)	345	562	841	1,193	1,647
全面摊薄每股收益(人民币)	0.622	1.016	1.519	2.134	2.948
变动(%)		63.3	49.5	40.5	38.1
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.457	1.945	-
调整幅度(%)	-	-	4.3	9.7	-
核心每股收益(人民币)	0.622	1.016	1.519	2.134	2.948
变动(%)		63.3	49.5	40.5	38.1
全面摊薄市盈率(倍)	85.2	52.2	34.9	24.9	18.0
核心市盈率(倍)	85.2	52.2	34.9	24.9	18.0
每股现金流量(人民币)	1.11	0.63	2.23	2.63	3.59
价格/每股现金流量(倍)	47.6	84.0	23.8	20.2	14.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.2	40.5	25.7	17.6	12.0
每股股息(人民币)	0.100	0.060	0.228	0.320	0.442
股息率(%)	0.2	0.1	0.4	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

腾飞之年，盈利符合预期

2012 年公司实现营业收入约 17.72 亿元，同比增长 72.7%；实现利润总额约 6.98 亿元，同比增长 68.7%。同期公司实现归属于母公司的净利润约 5.62 亿元，同比增长 63.3%，折合每股收益 1.02 元，与我们的盈利预测高度吻合。同时公司宣布将每 10 股派息 0.6 元（含税），并以资本公积金向全体股东实施 10 转增 6 股。

公司上市以后，充分利用高达 18.8 亿元的超募资金在全国范围内寻找机会，且已在内蒙、新疆、武汉、山东、云南、南京、江苏等膜产品的新兴市场进行了深入的布局，并建立了特有的“碧水源”模式。

2012 年公司陆续在北京地区、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参与了当地的污水处理厂提标升级与新建扩容改造、污水资源化等工程，进一步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。

致力技术研发，扩能降本见成效

在全力开拓市场的同时，公司在研发与自主创新领域斩获也颇多：

- 公司在超/微滤膜制造技术、膜组器设备技术、MBR 与 CMF 应用工艺技术等以膜技术为核心的技术开发领域进一步取得进展与突破，形成了多系列、多类别的高品质产品体系，并处于行业领先地位。
- 公司低压反渗透 RO 生产技术开始小规模生产，新一代超/微滤膜、脉冲曝气技术、新一代 waterpad 与家庭迷你水工厂等创新产品的研发取得了成功并投放市场。
- 公司还作为牵头人承担了国家水专项、863 等多个国家级科研项目，成功实现了公司研发方向与国家科研规划的完全融合。

从研发费用角度来看，公司投入持续高速增长，2012 年公司共投入研发费用 6,258 万元，较 2011 年增长了 63.5%。同年公司新增专利 34 项（其中发明专利 6 项），正在申请且被受理的专利约为 26 项。

在膜材料与核心设备生产方面，公司进一步进行技术创新升级，将增强型 PVDF 中空纤维微滤膜的年产能提升至 300 万平方米，将中空纤维超滤膜的年产能提升至 200 万平方米，形成了产品的系列化，降低了产品成本，成为目前全球领先的超/微滤膜制造商之一。此外公司承担的与日本三菱丽阳株式会社合资的膜生产线也顺利建成并即将投产。

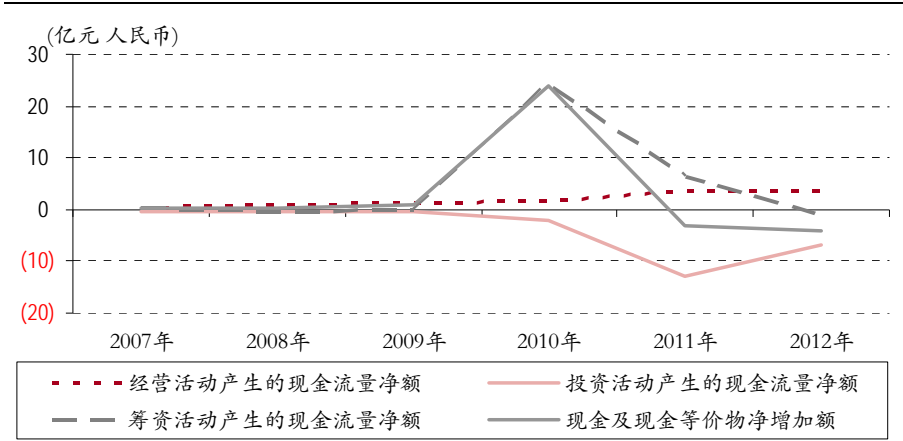
现金压力不大，但应收规模增加显著

从现金流情况来看，公司 2012 年经营性现金流净流入约为 3.50 亿元，同比略有减少。2012 年全国各地政府纷纷面临较大的财政收入和支付压力，这也反映到了公司现金流情况的影响。再看应收账款情况，2012 年公司应收账款规模大幅提升，达 6.5 亿元（约 90% 属于 1 年以内的应收账款），较 2011 年增长近 3.7 亿元；占总资产比重也从 2011 年的 5.97% 上升到 2012 年的 12.37%。总的来说，得益于公司商业模式的独到之处，和前期公司在项目综合质量等方面的精挑细选，公司在地方政府支付受到制约的时候也面临一定的困难，但这主要体现在支付延期上，且总体影响有限。

由于公司近两年项目斩获颇多，需要公司投入的项目也较多，因而公司整体

现金流处于负的状态，但公司通过短融等方式可以很好的解决项目资金方面的需求。此外考虑到公司在手现金充沛，主要工程回款情况良好，因此总的来看我们认为现金不会成为公司未来发展的主要障碍。

图表 1.2007 年至 2012 年公司现金流情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

上调 13 年盈利预测和目标价，再次强调公司的买入评级

根据公司 2013 年工作计划，公司将在原有北京、江苏和云南的优势市场区域外，继续加大进军其他缺水地区的步伐；同时利用资金优势，推动包括 BT、融资租赁等在内的多种商业模式的运作；并抓住全国大面积爆发的饮用水污染危机，做大做强公司家用净水器的销售。

据公司 1 季度业绩预告显示，公司 2013 年 1 季度有望实现净利润约 1,165.98 万元-1,360.31 万元，较上年同期增长 20-40%。

市政和工业污水处理产业是我国政府在“十二五”重点投资方向，且公司商业模式成熟，前期全国布点将快速进入业绩贡献期，因此我们上调公司 2013-2014 年每股盈利预测至 1.52 元和 2.13 元，分别上调 4.3%和 9.7%。

我们给予公司近 39 倍的 2013 年市盈率估值，将公司目标价从 41.00 元上调至 59.00 元，并将评级下调至**谨慎买入**。

图表 2.2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年年报	2012 年年报	同比变化(%)
销售收入	1,026.0	1,771.5	72.7
销售成本	539.4	1,012.6	87.7
营业税	29.7	31.2	5.2
毛利润	456.9	727.7	59.3
其他营业收入			
分销费用	12.9	27.1	111.0
管理费用	102.7	135.9	32.4
资产减值损失	11.1	21.8	96.6
经营利润	330.3	542.9	64.3
财务费用	(36.5)	(39.3)	7.7
投资收入	42.2	109.9	160.3
其它非经营性收入	4.8	6.0	24.3
税前利润	413.9	698.2	68.7
税金	53.5	102.4	91.5
少数股东权益	16.0	33.3	n.a.
净利润	344.5	562.5	63.3
全面摊薄每股收益(元)	0.63	1.02	63.3
盈利能力 (%)			
毛利率	44.5	41.1	
经营利润率	32.2	30.6	
净利率	33.6	31.7	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	1,026	1,772	3,266	5,029	7,167
销售成本	(539)	(1,013)	(1,975)	(3,155)	(4,523)
经营费用	(92)	(78)	(261)	(433)	(672)
息税折旧前利润	395	681	1,030	1,441	1,972
折旧及摊销	(22)	(28)	(24)	(30)	(35)
经营利润(息税前利润)	373	653	1,006	1,411	1,936
净利息收入/(费用)	37	39	14	19	25
其他收益/(损失)	5	6	4	5	5
税前利润	414	698	1,023	1,435	1,967
所得税	(53)	(102)	(148)	(208)	(285)
少数股东权益	(16)	(33)	(34)	(34)	(34)
净利润	345	562	841	1,193	1,647
核心净利润	345	562	841	1,193	1,647
每股收益(人民币)	0.622	1.016	1.519	2.134	2.948
核心每股收益(人民币)	0.622	1.016	1.519	2.134	2.948
每股股息(人民币)	0.100	0.060	0.228	0.320	0.442
收入增长(%)	n.a.	73	84	54	43
息税前利润增长(%)	n.a.	75	54	40	37
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	72	51	40	37
每股收益增长(%)	n.a.	63	50	40	38
核心每股收益增长(%)	n.a.	63	50	40	38

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	414	698	1,023	1,435	1,967
折旧与摊销	22	28	24	30	35
净利息费用	5	3	(14)	(19)	(25)
运营资本变动	(1,777)	(1,637)	(2,437)	(3,561)	(4,953)
税金	(53)	(102)	(148)	(208)	(285)
其他经营现金流	1,749	1,360	2,786	3,793	5,266
经营活动产生的现金流	360	349	1,235	1,470	2,005
购买固定资产净值	(62)	(96)	(105)	(124)	(141)
投资减少/增加	(746)	83	0	0	0
其他投资现金流	(489)	(658)	23	23	21
投资活动产生的现金流	(1,297)	(670)	(82)	(101)	(120)
净增权益	0	0	91	125	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	(126)	(179)	(247)
其他融资现金流	632	31	63	77	96
融资活动产生的现金流	632	(37)	28	23	(151)
现金变动	(304)	(358)	1,181	1,392	1,733
期初现金	2,544	2,240	1,904	3,085	4,477
公司自由现金流	(937)	(318)	1,153	1,370	1,885
权益自由现金流	(900)	(279)	1,134	1,352	1,870

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	2,297	1,904	3,085	4,477	6,210
应收帐款	282	651	817	1,257	1,792
库存	106	128	296	473	678
其他流动资产	73	117	166	219	279
流动资产总计	2,758	2,800	4,364	6,426	8,959
固定资产	200	215	326	393	498
无形资产	124	126	121	115	109
其他长期资产	1,330	2,119	2,114	2,171	2,199
长期资产总计	1,654	2,461	2,560	2,678	2,805
总资产	4,412	5,260	6,924	9,104	11,765
应付帐款	246	389	593	946	1,357
短期债务	100	0	0	0	0
其他流动负债	635	774	1,334	1,919	2,650
流动负债总计	981	1,163	1,927	2,866	4,007
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	41	50	99	157	228
股本	323	553	554	559	559
储备	2,940	3,329	4,144	5,288	6,703
股东权益	3,264	3,881	4,698	5,847	7,261
少数股东权益	125	166	200	234	268
总负债及权益	4,412	5,260	6,924	9,104	11,765
每股帐面价值(人民币)	5.90	7.01	8.49	10.46	13.00
每股有形资产(人民币)	9.71	6.79	8.27	10.26	12.80
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.79)	(3.44)	(5.57)	(8.01)	(11.11)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.5	38.4	31.5	28.7	27.5
息税前利润率(%)	36.3	36.8	30.8	28.1	27.0
税前利润率(%)	40.3	39.4	31.3	28.5	27.4
净利率(%)	33.6	31.7	25.8	23.7	23.0
流动性					
流动比率(倍)	2.8	2.4	2.3	2.2	2.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.7	2.3	2.1	2.1	2.1
估值					
市盈率(倍)	85.2	52.2	34.9	24.9	18.0
核心业务市盈率(倍)	85.2	52.2	34.9	24.9	18.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	94.8	58.1	38.8	27.6	20.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	9.0	7.6	6.3	5.1	4.1
价格/现金流(倍)	47.6	84.0	23.8	20.2	14.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.2	40.5	25.7	17.6	12.0
周转率					
存货周转天数	71.9	42.3	39.2	44.5	46.5
应收帐款周转天数	100.4	134.1	82.0	75.3	77.6
应付帐款周转天数	87.6	80.1	54.8	55.9	58.7
回报率					
股息支付率(%)	9.4	5.9	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	10.6	14.5	19.6	22.6	25.1
资产收益率(%)	7.4	10.6	14.1	15.1	15.9
已运用资本收益率(%)	10.7	16.1	22.7	26.0	28.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371