证券研究报告

公司研究·公司点评

东莞证券 DONGGUAN SECURITIES

公用事业

业绩有望保持高增长态势

谨慎推荐（维持）

碧水源（300070）2012 年年报点评

风险评级：一般风险

2013 年 3 月 22 日

黄秀瑜
SAC 执业证书编号：S0340512090001

电话：0769-22119455
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

投资要点：

- **12年净利润同比增长63.27%，拟10转6股派0.6元。**2012年，公司实现营业收入17.72亿元，同比增长72.66%；实现营业利润6.92亿元，利润总额6.98亿元，归属于上市公司股东的净利润5.62亿元，分别同比增长69.19%、68.66%、63.27%；基本每股收益1.02元，符合预期。拟向全体股东每10股派现0.6元（含税），同时每10股转增6股，合计转增3.31亿股。
- **2013年1季度预告净利润同比增长20%-40%。**公司同时发布一季度业绩预告称，预计归属于上市公司股东的净利润同比增长20%-40%。行业存在明显的季节性，通常上半年为技术方案准备、立项和设计阶段，工程招标与施工大多集中在下半年，尤其是第四季度。因此项目的回款、收入确认存在季节性，一季度通常为全年低点。
- **公司具备核心技术优势，积极拓展市场，实现业绩快递增长。**公司不仅提供水处理技术整体解决方案，同时生产和提供核心设备膜与膜组器。我国水环境治理的需求日益增加，公司具备核心竞争技术，加上国家政策的支持，公司的主营核心业务不断壮大发展，并拓展至国内多个地区，因此实现收入同比增长52.46%，贡献毛利占比90%。
- 此外还有净水器销售和给排水工程业务。旗下的净水公司生产的净水器系列产品成为净水器行业的领先品牌，12年净水器销售收入同比增长64.84%，预计今年将进一步保持快速增长态势。给排水工程收入同比增长274.47%，主要是因为北京久安公司于2011年4月才并表，且12年该公司给排水工程收入进一步增加。
- **毛利率因并表下降，期间费用率下降。**公司2012年综合毛利率为42.84%，比2011年同期下降4.59个百分点。原因主要在于2011年4月公司并表北京久安（收购久安50.15%股权），久安的给排水工程业务的毛利率较低从而拉低综合毛利率水平。2012年公司的期间费用率为6.98%，较2011年同期下降0.71个百分点。说明公司在业务快速扩大的同时能够合理控制成本与费用。
- **应收账款大幅增加，现金流有所下降。**2012年公司应收账款达6.51亿元，同比大幅增长130.45%，占总资产的比重由6.4%上升至12.37%，占营业收入的比重由27.5%上升至37%。原因在于2012年宏观经济对公司的主要客户地方政府的支付进度产生了较大影响。相应地，2012年公司经营活动现金流出现同比下降3.08%。

主要数据	2013 年 3 月 21 日
收盘价(元)	53.04
总市值（亿元）	291.60
总股本(百万股)	549.78
流通股本(百万股)	251.62
ROE（TTM）	11%
12 月最高价(元)	51.40
12 月最低价(元)	26.28

股价走势

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

投资亮点：1、我国膜产业发展空间巨大。膜技术是当今世界最先进的污水处理技术。国家对环保相关扶持政策和投资力度不断加大。膜生物反应器技术及膜材料技术被列入环保节能产业及新材料产业发展规划中，将刺激膜技术与膜产业的发展。目前膜技术在国内水处理行业的市场份额不超过 4%。预计到 2015 年我国膜市场需求将达到 300 亿元，占污水处理市场份额将达到 27%。

2、公司居国内膜技术领域的行业领先地位。公司具备研发实力，自主创新。在 MBR 工艺技术、膜组器设备技术和膜材料制造技术三大关键领域，拥有核心技术与知识产权，在国内膜技术领域处于行业领先地位。在膜材料与核心设备生产方面，公司将增强型 PVDF 中空纤维微滤膜的年产能提升至 300 万平米以及将中空纤维超滤膜年产能提升至 200 万平米；公司承担的与日本三菱丽阳株式会社合资的膜生产线即将投产。另外，低压反渗透膜生产线开始小规模生产，2013 年将年产 50 万平米。

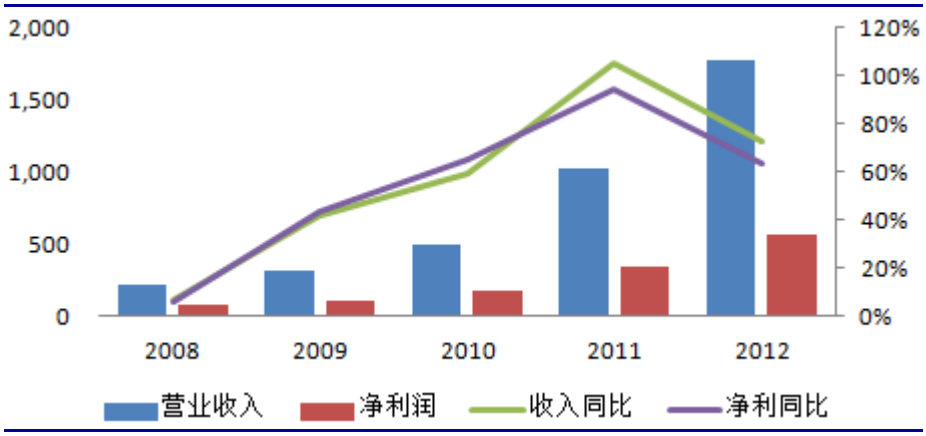
3、延续独特的“碧水源”发展模式，积极拓展市场。公司以独特的“碧水源”模式，推动膜技术不断进入新的区域。在北京、云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南等已有市场基础上，2012 年又相继进入新疆、山东、吉林水务市场。而 2011 年布局的外埠市场在 2013 年有望全面开花。

此外，旗下的固废公司业务也开始取得突破，预计 2013 年将丰富公司的业务领域。

维持“谨慎推荐”的投资评级。在当前国家节能减排的大背景下，膜技术水处理法的市场拓展空间广阔，公司随着募投项目的逐步实施以及全国市场的大力拓展，经营规模不断扩大，有望保持持续增长的良好发展态势。我们预计公司 2013、2014 年 EPS 分别为 1.49 元、1.98 元，对应 PE 分别为 36 倍、27 倍。公司股价持续走高，对业绩高增长预期已有部分反应，维持“谨慎推荐”的投资评级。

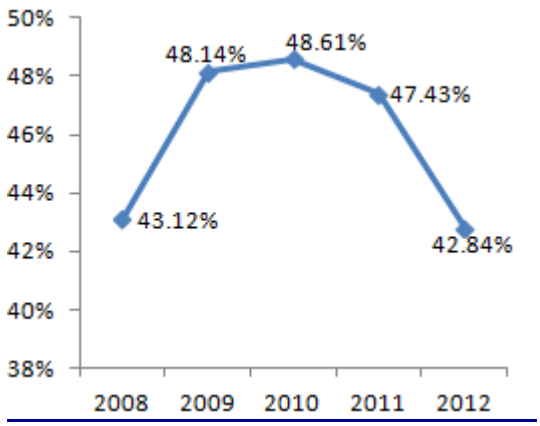
风险提示：市场竞争加剧，政府项目资金支付缓慢致现金流紧张，项目拓展步伐低于预期。

图 1：2008-2012 年公司营业收入和净利润增长情况（单位：百万）



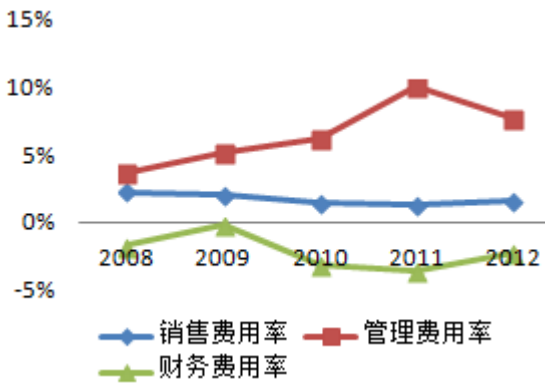
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：毛利率走势



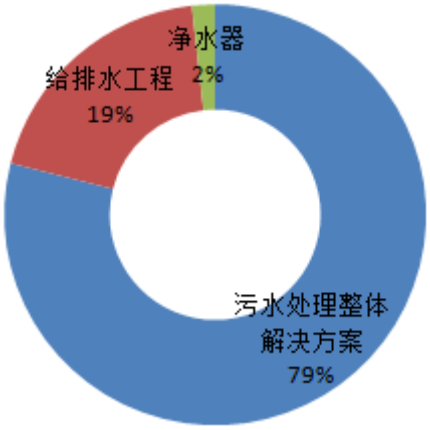
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：期间费用



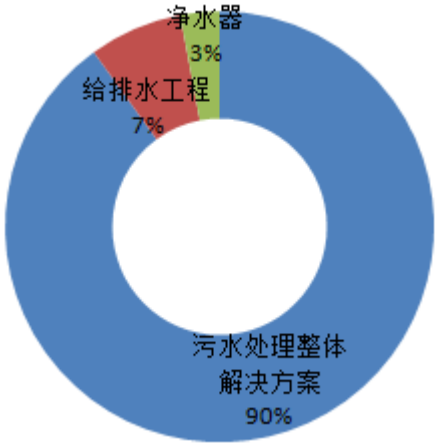
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 4：营业收入占比



资料来源：东莞证券研究所，公司财报

图 5：毛利占比



资料来源：东莞证券研究所，公司财报

表 1：2012 分业务经营情况

分业务	营业收入(百万)	同比	毛利率	同比
污水处理整体解决方案	1396.38	52.46%	48.77%	-1.14%
净水器销售	31.31	64.84%	71.03%	-4.12%
给排水工程	341.09	274.47%	15.52%	-1.17%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 2：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业总收入	**1,026.01**	**1771.55**	**2653.24**	**3449.21**
营业总成本	**659.14**	**1189.33**	**1828.45**	**2399.63**
营业成本	539.41	1012.61	1524.68	1995.70
营业税金及附加	31.19	31.19	47.76	62.09
销售费用	13	27.12	41.13	53.46
管理费用	103	135.91	212.26	275.94
财务费用	(37)	-39.35	-30.09	-30.09
资产减值损失	11	21.85	32.72	42.53
其他经营收益	**42**	**109.94**	**194.53**	**306.46**
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42	109.94	194.53	306.46
其中 对联营和合营投资收益	0	0.00	0.00	0.00
营业利润	**409**	**692.15**	**1019.31**	**1356.04**
加 营业外收入	5	6.03	6.00	6.00
减 营业外支出	0	0.01	0.00	0.00
利润总额	**414**	**698.17**	**1025.31**	**1362.04**
减 所得税	53	102.41	153.80	204.31
净利润	**360**	**595.77**	**871.52**	**1157.74**
减 少数股东损益	**16**	33.30	48.91	64.97
归属于母公司净利润	344.51	562.46	822.61	1092.77
最新总股本(万股)	**323.40**	**552.86**	**552.86**	**552.86**
基本每股收益(元)	1.07	1.02	1.49	1.98
市盈率（倍）	49.79	52.13	35.65	26.83

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119450
传真：（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn