

碧水源 (300070.SZ) 环保设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

邬煜
联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

赵乾明
分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

业绩符合预期, 成长价值进一步兑现

事件: 公司发布 2012 年度报告和 2013 年一季度业绩预告

■ 今日, 公司公布了 2012 年度报告和 2013 年一季度业绩预告:

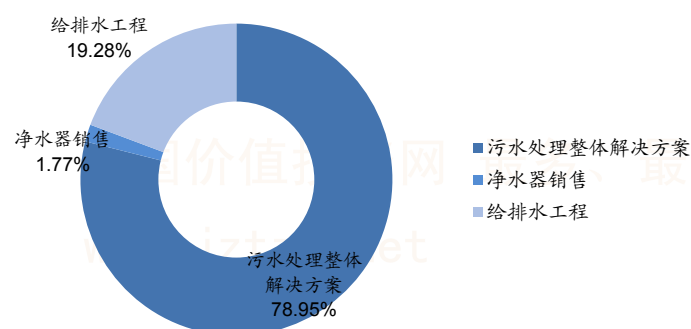
- ◆ 2012 年公司实现营业收入 17.72 亿元, 同比增长 72.66%; 实现归属于母公司的净利润 5.62 亿元, 同比增长 63.27%; 实现基本每股收益 EPS 为 1.02 元/股; 实现加权平均 ROE 为 15.95%。
- ◆ 2013 年一季度, 公司预计实现归属于上市公司股东的净利润约为 1165.98-1360.31 万元, 较上年同期增长 20%-40%。

我们的点评与分析

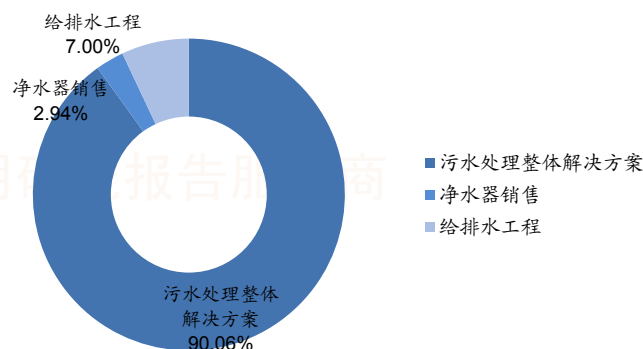
业绩符合预期, 成长价值进一步兑现

- 公司 2012 年业绩符合预期, 继续伴随行业景气度的提升稳健增长; 报告期内, 公司在深耕已有优势区域的基础上, 继续通过独有的碧水源模式, 首先推动膜技术成为我国解决水污染、水资源短缺和饮水安全问题的核心技术, 其次在全国范围内不断开拓潜在市场, 并且在北京、云南、江苏、内蒙古、湖北和湖南等已有市场基础上, 成功进入新疆、山东和吉林等市场。
- ◆ 公司综合毛利率为 42.75%, 较同期减少 4.68 个百分点, 我们认为主要是公司业务中低毛利率的给排水工程占比较 11 年有所提升, 拉低了公司的整体毛利率水平, 而公司核心业务污水处理整体解决方案毛利率为 48.77%, 同比仅减少 1.14 个百分点, 仍处于较高水平。
- ◆ 公司净利率为 31.75%, 较同期减少 1.83 个百分点, 主要是公司下属参股子公司业绩逐渐释放使得投资收益大幅提升, 以及规模效应和基数原因 (同期摊薄了报告期内职工期权费用产生可费用化支出) 导致的管理费用率的降低。
- ◆ 在膜材料和核心设备生产方面, 公司将增强型 PVDF 中空纤维微滤膜的年产能提升至 300 万平方米以及将中空纤维超滤膜的年产能提升至 200 万平方米, 成为目前全球领先的超/微滤膜制造商之一; 并且与日本三菱丽阳合资的膜生产线也顺利完成并即将投产, 低压反渗透 RO 生产技术开始小规模生产。

图表1: 碧水源 2012 年主营业务收入

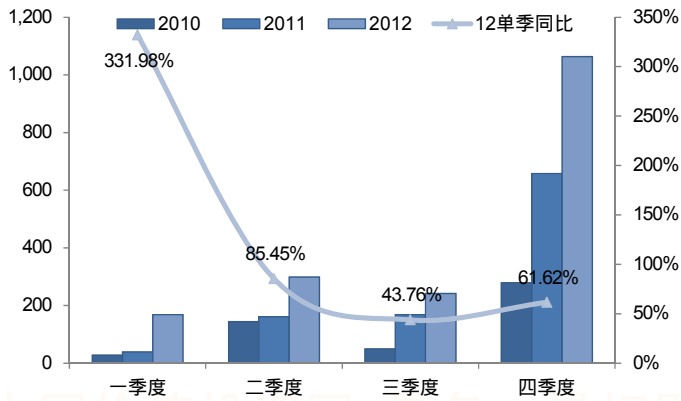


图表2: 碧水源 2012 年主营业务毛利占比



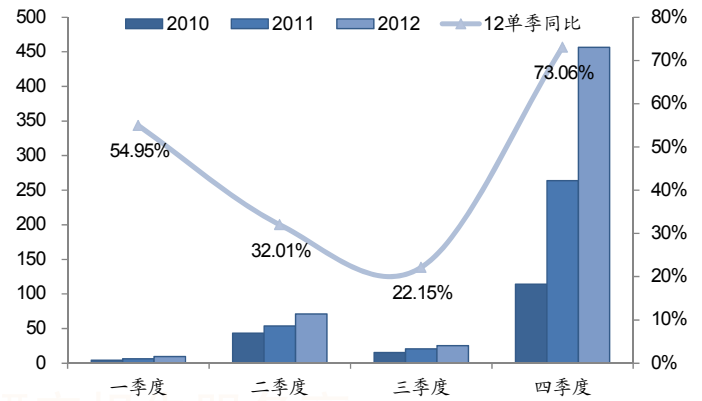
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表3: 碧水源单季度营业收入

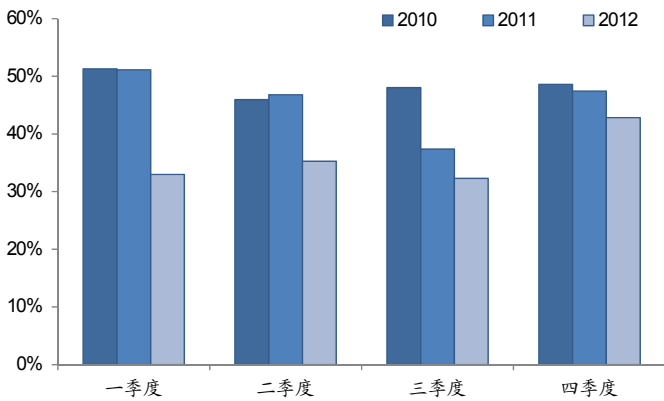


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 碧水源单季度净利润

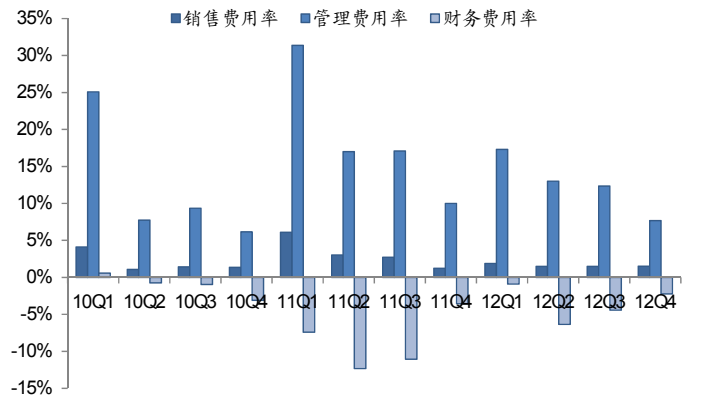


图表5: 碧水源分季度累计毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 碧水源分季度累计期间费用率



图表7: 碧水源参股公司 2012 年经营情况

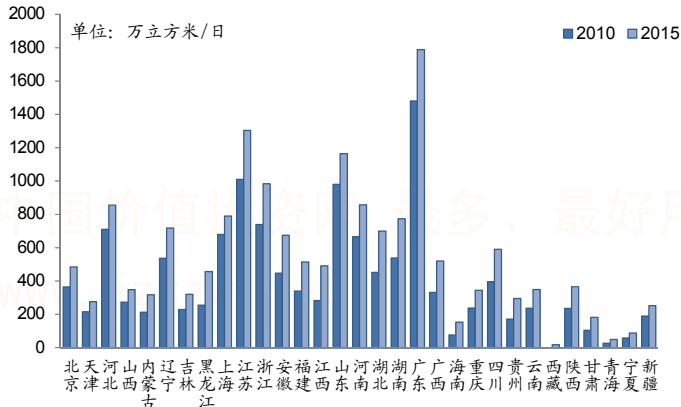
地区	公司名称	营业收入 (万元)				净利润 (万元)			
		2010	2011	2012	同比	2010	2011	2012	同比
江苏	江苏碧水源环境科技有限责任公司	3745.20	10313.15	11168.89	8.30%	814.27	1799.69	1738.60	-3.39%
	无锡碧水源丽阳膜科技有限公司		0.00	101.21			(50.81)	(751.59)	1379.22%
	南京城建环保水务投资有限公司		1553.40	6029.61	288.16%		64.28	1092.46	1599.53%
北京	北京碧水源膜科技有限公司	11816.20	15441.41	37628.75	143.69%	3927.61	5059.55	19317.04	281.79%
	北京碧水源净水科技有限公司	169.23	1254.60	3174.23	153.01%	9.5800374	100.28	813.11	710.84%
	北京碧水源环境科技有限责任公司	1171.89	1656.00	1843.50	11.32%	1023.62	1249.84	1275.26	2.03%
	北京碧水源环境工程有限公司		543.22	1218.13	124.24%		85.70	202.11	135.83%
	北京碧水源博大水务科技有限公司		0.00	102.56			(33.37)	8.44	-125.29%
	北京久安建设投资集团有限公司		28766.15	69973.42	143.25%		2007.74	4838.64	141.00%
	北京碧水源固体废物处理科技有限公司		0.00	0.00			(37.41)	(164.78)	340.47%
	北京恒泽美顺环境科技有限责任公司			0.00				0.00	
	北京格润美云环境治理有限公司			0.00				0.00	
	北京碧海环境科技有限公司			0.00				0.00	
云南	云南城投碧水源水务科技有限责任公司	2923.68	11043.34			115.05	655.97		
	昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司		318.97	584.77	83.33%		117.02	59.94	-48.78%
	云南水务产业投资发展有限公司		18480.53	33007.30	78.61%		6639.05	15461.34	132.88%
内蒙古	内蒙古东源水务科技发展有限公司		330.00	8925.91	2604.82%		212.42	2058.56	869.10%
湖南	湖南宜口福农业科技有限公司		0.00				(1.97)		-100.00%
	湖南碧水源环保科技有限公司		0.00	136.62			(37.41)	(25.77)	-31.11%
湖北	武汉武钢碧水源环保技术有限公司			27.68				5.53	
新疆	新疆科发环境资源股份有限公司			47.49				75.27	
山东	碧水源(禹城)环保科技有限公司			0.00				(44.06)	
吉林	吉林市碧水源环保工程有限公司			0.00				0.00	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 通过我们对于膜法水处理行业前景以及公司商业模式的理解，我们认为行业和公司的景气度仍处于持续向上的趋势中，未来成长空间仍十分广阔，**从行业趋势和公司发展来看，我们认为公司在 12 年高成长兑现后，13 年仍将保持较高的成长性。**

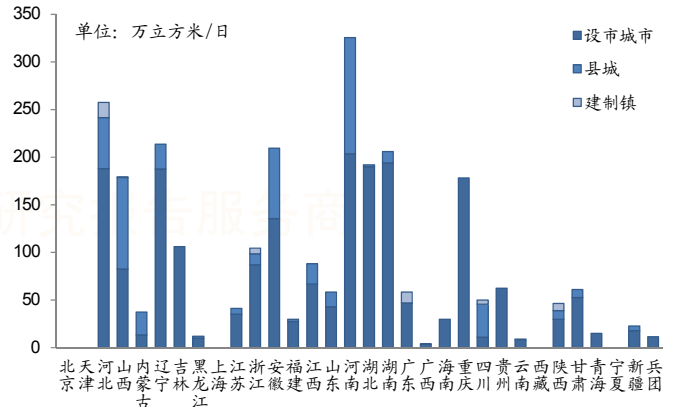
◆ **政策和投资支持明确，确保行业景气向上：**在国家政策的导向下，考虑到膜法水处理对城市污水脱氮除磷效果改进的巨大潜力，我们判断未来不排除出台针对膜法水处理的专项补贴政策，届时将持续推动膜法水处理市场的快速发展。

图表8：“十二五”全国城镇新增污水处理规模

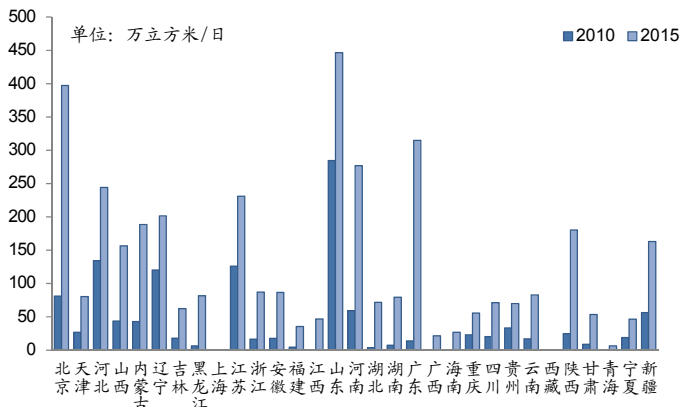


来源：全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划，国金证券研究所

图表9：“十二五”全国城镇升级改造污水处理规模

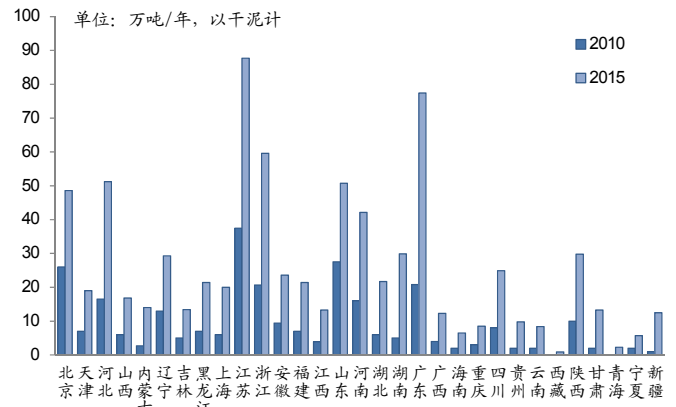


图表10：“十二五”全国新增城镇污水再生利用规模



来源：全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划，国金证券研究所

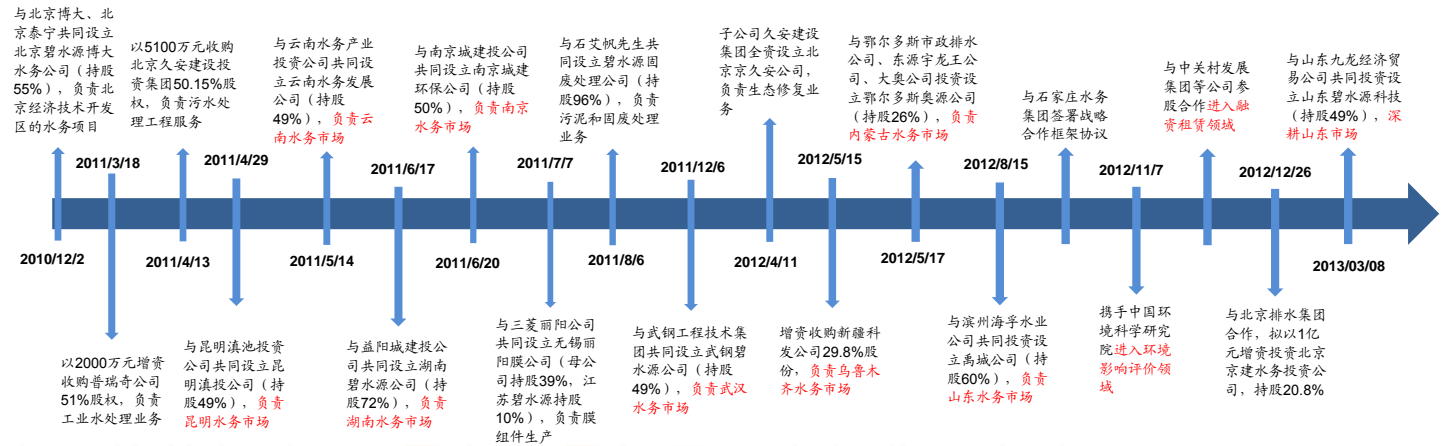
图表11：“十二五”全国新增污泥处理处置规模



◆ **整体解决方案提供商的战略定位决定了公司极强的竞争优势：**

- 1) 碧水源 Business model 的本质是一个解决方案提供者，帮合作者做大蛋糕，这决定了它具备很强的跨区域、跨行业的复制性；
- 2) 从行业竞争和护城河角度看，碧水源的“圈地”模式能够快速形成区域垄断效应，不仅能够保证其持续的拿单能力，而且能够最大程度的屏蔽竞争带来的盈利性下滑；
- 3) 从管理层的战略和执行力看，公司看到了中国水资源短缺这一巨大的潜在刚性需求，管理层也在执行正确的 Strategy-以整体解决方案提供商的战略定位在北方帮人解决缺水问题、在南方帮人解决提标问题；而碧水源上市以来的发展历程也验证了其管理层卓越的执行力。

图表12: 公司采用的“碧水源”模式持续得到验证



来源: 国金证券研究所

维持盈利预测, 看好公司成为中国水问题的综合解决方案提供者

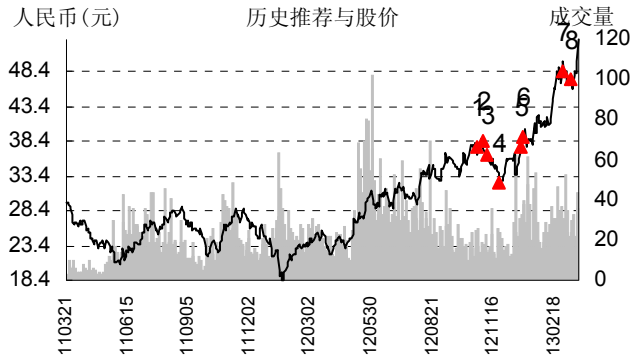
- 根据公司 12 年度报告情况, 我们更新之前对于公司 13-14 年的盈利预测, 预测 13-14 年 EPS 分别为 1.589 元和 2.089 元, 同比增速分别为 55.78%和 31.47%, 目前股价对应估值分别为 33×13PE 和 25×14PE; 基于公司正确的战略定位、复制性强的商业模式以及卓越的执行力, 在目前这个时点, 我们继续看好公司成为中国水问题的综合解决方案提供者, 维持买入评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-10-25	买入	37.44	N/A
2	2012-11-02	买入	38.53	N/A
3	2012-11-08	买入	36.45	N/A
4	2012-11-26	买入	32.50	N/A
5	2012-12-25	买入	37.70	N/A
6	2012-12-27	买入	39.09	N/A
7	2013-02-28	买入	48.35	N/A
8	2013-03-12	买入	47.34	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net