

碧水源（300070）一季报点评

短期增速放缓不改中长期前景

分析师：黄平

执业证书编号：S0300511010009

Email: huangping@lxzq.com.cn

日期：2013年4月23日

www.lxzq.com.cn

1、公司是国内外知名的污水处理、污水资源化整体解决方案和饮用水安全解决方案供应商以及大规模膜产品生产商，主要业务包括污水处理整体解决方案提供、净水器销售以及给排水工程，三项业务占比分别为79%、2%和19%，其中，污水处理整体解决方案为公司第一大主营业务。

2、一季度，公司实现营业收入2.15亿元，同比增长28.05%；实现归属于公司普通股股东的净利润1250万元，同比增长28.70%；实现每股收益0.02元。公司收入和净利润同比增速有所放缓，但仍然保持了快速增长，主要是由于利用自身优势实现了业务的不断扩大和市场持续的开拓。

3、一季度，公司营业成本同比增长44.27%，主要是由于报告期内子公司北京久安投资建设集团有限公司承建的工程项目收入同比大幅增加，从而工程成本相应增加所致。公司营业成本增速明显高于收入增速，使得一季度其综合毛利率同比大幅下滑8.49个百分点。在污水处理行业，一般上半年主要从事项目规划、技术方案准备及设计等准备工作，项目实施及收入确认主要集中在下半年，尤其是第四季度，因此，一季度毛利率情况对于全年参考意义不大。我们预计，下半年随着其收入的放量，公司综合毛利率总体仍有望保持稳定。

4、一季度，公司营业费用同比增加70.04%，主要是由于公司经营规模扩大以及子公司北京碧水源净水科技有限公司为拓展家用净水器市场增加了营业费用所致；财务费用同比增长31.59%，主要是由于利息收入减少所致。然而，由于公司管理费用同比仅增长4.90%，远低于收入增速，导致其三项费用率同比下降2.10个百分点。

此外，一季度公司所得税费同比下降50.11%，主要是由于上年同期子公司北京碧水源膜科技公司预缴的税金较多所致，使得其在综合毛利率大幅下降的情况下，净利润与收入仍然保持了同步增长。



联讯证券

5、目前，“美丽中国”已被确立为未来十年我国经济社会发展的重要目标。根据国家环保总局环境规划院的预测，“十二五”和“十三五”期间我国废水治理投资将分别达到10583亿元和13922亿元，其中用于工业和城镇生活污水治理的投资将分别达到4355亿元和4590亿元，我国污水处理行业将迎来长期发展机遇。

6、近几年来，公司不断加强自主研发和创新，在超/微滤膜制造技术、膜组器设备技术、MBR与CMF应用工艺技术等领域不断取得进展与突破，已形成了多系列、多类别的高品质产品体系，并在行业内处于行业领先地位。

从市场布局方面看，公司市场目前主要集中在北京、江苏、云南等少数地区，且膜技术在整个水处理行业的比重也不超过4%。随着我国节能减排战略的不断向前推进，水质标准上调地区与水资源短缺地区有望迎来新一轮的污水处理厂提标升级改造，公司有望长期受益。

7、根据我们的模型，我们预计，2013-2014年，公司将分别实现营业收入25.69亿元和36.48亿元，分别实现归属于母公司所有者的净利润7.73亿元和11.38亿元，分别实现每股收益1.40元和2.06元。考虑到我国污水处理行业有望迎来较长的景气周期以及公司的行业龙头地位，我们给予其2014年32倍的PE，对应12个月内的合理估值为66元，给予“增持”的投资评级。

图表1 公司盈利预测表（万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	50,047	102,601	177,155	256,874	364,761
增速	59.61%	105.01%	72.66%	45.00%	42.00%
营业成本	25,720	53,941	101,261	148,200	207,200
毛利率	48.61%	47.43%	42.84%	42.31%	43.20%
销售费用	686	1,285	2,712	3,853	4,377
管理费用	3,089	10,265	13,591	18,495	25,533
财务费用	(1,552)	(3,654)	(3,935)	(3,082)	(1,824)
营业利润	20,923	40,911	69,215	95,317	137,864
利润总额	20,915	41,395	69,817	96,087	138,958
归属于母公司所有者的净利润	17,696	34,451	56,246	77,335	113,790
增速	65.09%	94.68%	63.27%	37.49%	47.14%
基本每股收益（元）	0.32	0.62	1.02	1.40	2.06

资料来源：公司财务报表、联讯证券投研中心

主要风险：

- 1、我国环保政策变化的风险；
- 2、A股市场的系统性风险。

信息披露

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。