

公司研究 / 中报点评

2013年07月29日

公用事业 / 环保 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 43.81
合理价格区间(元): 46.3-50.9

程鹏 执业证书编号: S0570510120044
研究员 025-83290916
chengpeng@mail.htsc.com.cn

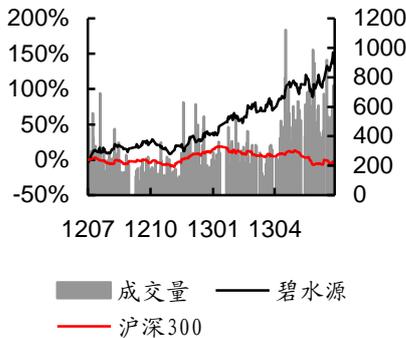
郭鹏 025-51863349
联系人 guopeng@mail.htsc.com.cn

许心皓 025-57038552
联系人 xuxinhao@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《碧水源(300070):盈利如期增长,应收账款成隐忧》2013.03
- 2《战略清晰、主业拓展略有成效》2011.08
- 3《碧水源(300070):受季节性影响 业绩增速尚未完全体现》2011.08

股价走势图



净利润增长 27%，全年业绩仍可期

碧水源(300070)

投资要点:

上半年净利润同比增长 26.66%。2013 年上半年, 公司实现营业收入 8.23 亿元, 同比增长 76.56%; 实现利润总额 1.54 亿元, 同比增长 27.04%; 实现归属于母公司的净利润 1.02 亿元, 同比增长 26.66%, 每股收益 0.12 元, 基本符合市场预期。公司从事的环保工程项目具有明显的季节性, 营业收入往往集中在四季度确认, 全年业绩高增长仍可期待。

净水器销售同比增长 440.14%。分产品来看, 公司主营的污水处理整体解决方案在多个地区全面推进, 营业收入同比增长 52.72%。公司商用、家用净水器市场快速打开, 营业收入同比增长 440.14%, 逐渐成为公司新的业绩增长点。给排水工程营业收入同比增长了 89.06%, 主要来自于子公司久安建设的项目收入。

毛利率下降 5.99%。2013 年上半年, 公司主营的环保行业毛利率 29.27%, 比去年同期下降 5.99%, 这一方面是由于毛利较低的给排水工程占比提升所致, 另一方面, 各分项产品毛利率均有所降低, 污水处理整体解决方案、净水器销售、给排水工程毛利率分别下降 6.10、5.63、3.59 个百分点, 这与市场竞争的加剧不无关系。

应收账款快速增加。2013 年上半年, 公司应收账款达到 9.29 亿元, 比年初增加了 42.71%, 同比增加了 107.09%, 大大高于营业收入的增长。公司主要客户地方政府支付能力减弱成为公司保持高速成长的隐忧。

“碧水源”模式继续延续。2013 年上半年, 公司继续走有碧水源特色的发展模式, 通过投资建立合资公司的方式进军华南、山西、吉林水务市场, 并增资京建水务, 强化在北京本地的优势地位。公司目前仍有现金 13.67 亿元, 为“碧水源”模式的复制提供了保障。

评级: 增持。水处理行业提标改造带来了广阔的市场空间, 公司具备的先发优势以及充沛的资金实力将保障公司实现快速扩张的能力, 预计 2013-2015 年, 公司 EPS 分别为 0.93 元、1.27、1.63 元, 净利润的复合增速达到 37%, 2013 年动态 PE 为 47.34 倍。考虑到公司的高成长性以及行业平均估值水平, 公司合理价格区间为 46.3-50.9 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 行业竞争加剧引起毛利快速下滑; 订单增长低于预期; 应收账款回收风险。

公司基本资料

总股本(百万)	885.77
流通 A 股(百万)	512.92
52 周内股价区间(元)	29.24-56.97
总市值(百万)	38,805.53
总资产(百万)	5,377.43
每股净资产(元)	7.09

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1772	2824	3822	4894
+/-%	73%	59%	35%	28%
净利润(百万)	562	820	1126	1448
+/-%	63%	46%	37%	29%
EPS	0.63	0.93	1.27	1.63
PE	68.99	47.34	34.48	26.80

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2800	3587	4504	5745
现金	1904	2081	2470	3144
应收账款	651	1102	1491	1910
其他应收款	39	66	89	114
预付账款	67	110	147	188
存货	128	211	283	360
其他流动资产	11	17	23	30
非流动资产	2461	2835	3183	3506
长期投资	1011	1011	1011	1011
固定资产	215	634	1005	1339
无形资产	119	119	119	119
其他非流动资产	1116	1071	1049	1038
资产总计	5260	6422	7687	9252
流动负债	1163	1436	1673	1929
短期借款	0	0	0	0
应付账款	389	640	856	1089
其他流动负债	774	796	817	840
非流动负债	50	50	50	50
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	50	50	50	50
负债合计	1213	1486	1723	1979
少数股东权益	166	215	282	368
股本	553	886	886	886
资本公积	2121	1840	1840	1840
留存收益	1208	1994	2956	4179
归属母公司股东权益	3881	4720	5682	6905
负债和股东权益	5260	6422	7687	9252

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	349	387	731	1021
净利润	596	869	1192	1534
折旧摊销	28	26	52	76
财务费用	-39	-20	-23	-28
投资损失	-110	-150	-200	-250
营运资金变动	-212	-294	-291	-311
其他经营现金流	86	-43	0	0
投资活动现金流	-670	-250	-200	-150
资本支出	96	400	400	400
长期投资	-108	0	0	0
其他投资现金流	-683	150	200	250
筹资活动现金流	-104	39	-141	-197
短期借款	-100	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	229	333	0	0
资本公积增加	-142	-281	0	0
其他筹资现金流	-92	-13	-141	-197
现金净增加额	-425	176	389	674

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1772	2824	3822	4894
营业成本	1013	1668	2229	2837
营业税金及附加	31	50	67	86
营业费用	27	43	59	75
管理费用	136	217	293	375
财务费用	-39	-20	-23	-28
资产减值损失	22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	110	150	200	250
营业利润	692	1016	1397	1799
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	698	1022	1403	1805
所得税	102	153	210	271
净利润	596	869	1192	1534
少数股东损益	33	49	67	86
归属母公司净利润	562	820	1126	1448
EBITDA	681	1023	1426	1847
EPS (元)	1.02	0.93	1.27	1.63

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	72.7%	59.4%	35.4%	28.1%
营业利润	69.2%	46.9%	37.4%	28.8%
归属于母公司净利润	63.3%	45.7%	37.3%	28.6%
获利能力				
毛利率(%)	42.8%	40.9%	41.7%	42.0%
净利率(%)	31.7%	29.0%	29.4%	29.6%
ROE(%)	14.5%	17.4%	19.8%	21.0%
ROIC(%)	47.4%	44.9%	46.2%	47.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	23.1%	23.1%	22.4%	21.4%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.41	2.50	2.69	2.98
速动比率	2.30	2.35	2.52	2.79
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.48	0.54	0.58
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	3.19	3.24	2.98	2.92
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.93	1.27	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.44	0.82	1.15
每股净资产(最新摊薄)	4.38	5.33	6.41	7.80
估值比率				
P/E	68.99	47.34	34.48	26.80
P/B	10.00	8.22	6.83	5.62
EV/EBITDA	53	35	25	20

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2013 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn