宋颖
执业证书编号：S0270511060002
电话：021-60883485
邮箱：songying@wlzq.com.cn
联系人：夏雅琴
电话：021-60883487
发布日期：2013 年 7 月 31 日

收入稳健增长 现金流趋紧

—碧水源半年报点评

点评报告 **增持（维持）**

事件：

碧水源公布半年报：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% 。实现 EPS0.12 元。

点评:

1、收入保持较高增速，污水、工程建设贡献较大，净水器收入增速最高：上半年，公司主营业务收入同期增长 76.27% ， 主要得益于公司大力拓展市场 。其中污水处理整体解决方案营业收入较上年同期增加了 52.72% ，主要是公司业务在多个地区全面推进，总体工程项目业务量增加所致；给排水工程建设收入较上年同期增加了 89.06% ，主要是下属子公司北京久安建设投资集团有限公司的给排水工程项目收入进一步增加所致。值得一提的是，公司净水器销售收入较上年同期增加了 440.14% ， 主要是公司自主研发生产的商用 、 家用净水器系列产品销售额增加。从地区收入增长情况看，传统优势市场北京地区仍旧保持了较高的121.02%的收入增速，外埠地区重在业务布局，收入略增17.52%。

2、现金流趋紧，IPO募集资金使用完毕：上半年，公司实现经营活动现金流量-3.69亿元，同比增长-80.55%，主要是在大形势资金较紧的局面下公司经营规模扩大，上半年收款较少，而采购及工程付款增加以及支付的各项投标保证金增加所致；应收账款达到9.29亿元，相比12年底增长42.71%，一方面是经营规模扩大的影响，同时，受国家宏观调控政策的影响，以政府为主的主要客户上半年付款进度较慢，结算主要集中下半年。三项费用中，除管理费用基本持平外，营业费用和财务费用都出现较大幅度增长，尤其是财务费用，同比增长78.3%。值得关注的是截至6月30日，前期IPO募集资金已全部使用完毕，本期公司增加了短期银行负债。总体看，本期公司现金流有趋紧态势，静待下半年回款改善。

3、综合毛利率下降：上半年，公司环保行业综合毛利率29.3%，同比下降5.99%，也使得公司半年报收入增速远高于净利润的增长速度。由于排水工程收入超过污水处理整体解决方案收入，而给排水工程毛利率较低，因而导致公司的综合毛利率下降。公司三块主要业务的毛利率均有所下降，其中污水处理下降6.10%，这主要是阶段性结算所造成，预计公司全年的毛利率水平随着收入的增加将回归常年的正常水平。

4、碧水源业务模式初见成效，膜技术优势继续领先：公司稳定耕耘，在北京、云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南、新疆、山东等已有市场基础上， 2013 年又通过投资设立广东海源环保科技有限公司成

功进入华南水务市场、投资设立山西太钢碧水源环保科技有限公司成功进入山西水务市场，投资设立吉林碧水源环保科技有限公司进入吉林市场，并通过增资北京京建水务投资有限责任公司进一步加深已有市场的合作，继续延续独特的“碧水源”模式，推动公司膜技术进入了新的区域水务市场，为公司未来的快速发展奠定了坚实基础。另外，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，继续保持技术领先优势。

5、盈利预测与投资评级：公司所处环保产业明显受益于为了经济转型，看好公司在膜技术水处理领域的竞争优势，预测公司13-14年EPS0.95元、1.20元，对应目前股价PE44倍、32倍，给予增持评级。

风险提示：项目进度低于预期

盈利预测

	2011 年	2012 年	2013E	2014E
营业收入（亿元）	10.26	17.72	28.05	35.43
增长比率（%）	105.01	72.66	58.34	26.31
净利润（亿元）	3.60	5.96	8.41	10.63
增长比率（%）	94.68	63.27	41.16	26.40
每股收益（元）	1.07	1.02	0.95	1.20
市盈率（倍）	41.21	34.76	44.00	32.00

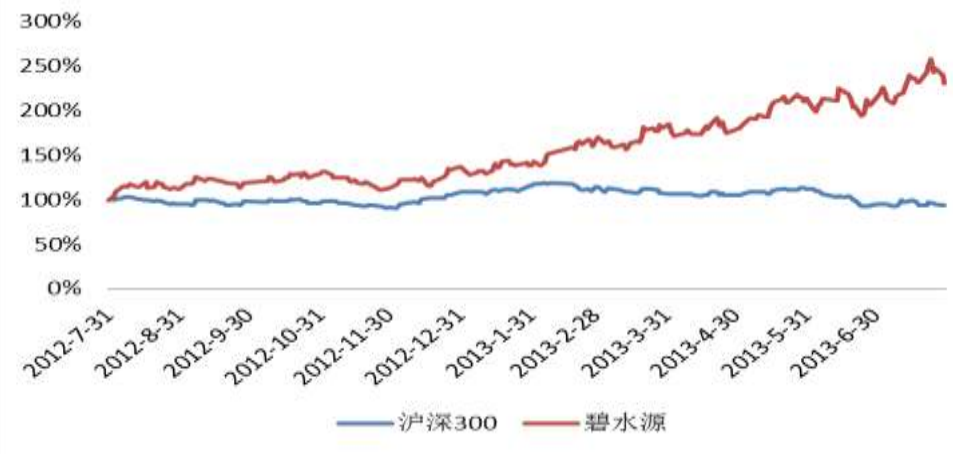
市场数据

收盘价（元）	43.97
一年内最高/最低（元）	57.6/28.66
沪深300 指数	2189.39
市净率（倍）	2.55
流通市值（亿元）	225.36

基础数据

每股净资产（元）	4.52
每股经营现金流（元）	-0.39
毛利率（%）	32.30
净资产收益率（%）	3.21
资产负债率（%）	22.41
总股本（万股）	88576.89
流通股（万股）	51253
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅－5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示：

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。

基准指数 ：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：宋颖

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款：

本报告仅供万联证券有限责任公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海　世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603　　广州　珠江东路11号高德置地广场F座18层
电话：021-60883487　传真：021-60883484　　电话：020-38286833　传真：020-38286831