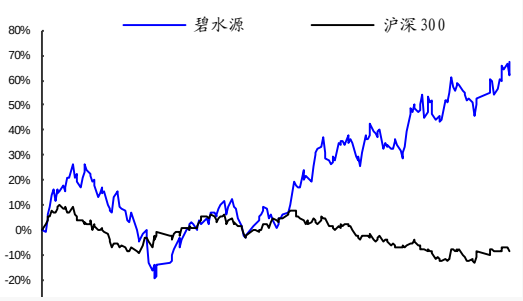
研究所

证券分析师：杨娟荣　S0350510120011
0755-83707462　yangjr@ghzq.com.cn

中报业绩稳健，全年预计将保持快速增长

——碧水源（300070）2013 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
碧水源	12.0	32.5	112.5
沪深 300	-0.5	-16.9	-7.0

市场数据	2013-7-30
当前价格（元）	42.20
52 周价格区间（元）	28.66-57.6
总市值（百万）	37379.45
流通市值（百万）	21628.75
总股本（万股）	88576.89
流通股（万股）	51252.97
日均成交额（百万）	125.59
近一月换手（%）	22.55

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

投资要点：

- **中期业绩稳健增长，年度业绩快速增长可期**　2013 上半年营收同比增长 76.56%，归母净利润同比增长 26.66%。2013 中报业绩增速虽不高，但考虑到公司业绩具有较强的季节性，预计全年业绩增速仍有望达到 45%左右的水平。从分项业务来看，净水器销售、给排水工程增速大幅超出预期。
- **市场竞争加剧，盈利水平略有下滑**　2013 上半年综合毛利率为 29.38%。这有两方面的原因：1.公司加大市场开拓力度、且市场竞争加剧，导致分项业务毛利率出现下降；2.毛利率仅为 15%的给排水工程业务收入占比从去年同期的 48.90%上升至 52.45%。从全年来看，预计综合毛利率为 40%，相比 2012 年有一定幅度下滑。
- **公司资金充裕，可支撑未来几年发展**　2013 年 6 月底，在手货币资金为 13.67 亿元，负债率为 29.55%，显示资金依然非常充裕。假设未来负债率上升至首创股份目前 60%的水平，可增加约 45 亿元资金，资金腾挪空间仍然非常大，可支撑未来几年的业务拓展。
- **应收账款风险在上升，但风险仍处于可控范围**　随着承建项目的增多、公司业务模式从 EPC 转变为 EPC+BT/BOT，公司应收账款余额持续上升。在此基础上，资产减值损失/毛利从 2012 年中期的 5.64%上升至 2013 年中期的 12.29%。显示公司应收账款风险有所上升。应收账款余额虽持续上升，但 84%的账款为一年期以内的，因此应收账款风险仍处于可控程度。
- **“碧水源模式”将继续在全国进行复制，已进驻地区将开花结果**　截止目前，公司业务覆盖地区已达 11 个，子公司数量达到 32 个之多。公司已进驻地区存在水资源紧缺或水污染严重的问题，因此对再生水处理具有刚性需求，预计后期将释放大量订单。
- **维持“买入”评级**　经测算，预计公司 2013/2014/2015 年每股收益分别为 0.94/1.30/1.77 元，42.20 元的股价对应市盈率分别为 45/32/24 倍。第一目标价 52 元，维持“买入”评级。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	1772	2870	3997	5417
增长率(%)	73%	62%	39%	36%
净利润（百万元）	562	833	1152	1563
增长率(%)	63%	48%	38%	36%
摊薄每股收益（元）	0.63	0.94	1.30	1.77
ROE(%)	13.90%	17.27%	19.57%	21.31%

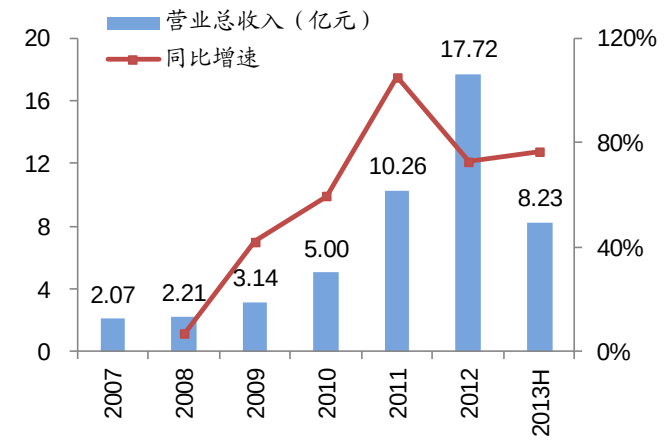
1、2013 中期业绩稳健增长，年度业绩快速增长可期

2013 上半年实现营业收入 8.23 亿元，同比增长 76.56%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.02 亿元，同比增长 26.66%；全面摊薄后每股收益为 0.12 元。

2013 上半年归母净利润同比增速为 26.66%，接近预告范围 25-35%的下限。公司业绩具有较强的季节性，回顾历年情况，年报增速均高于中报增速。因此，2013 中报业绩增速虽不高，但全年业绩增速仍有望达到 45%左右的水平。

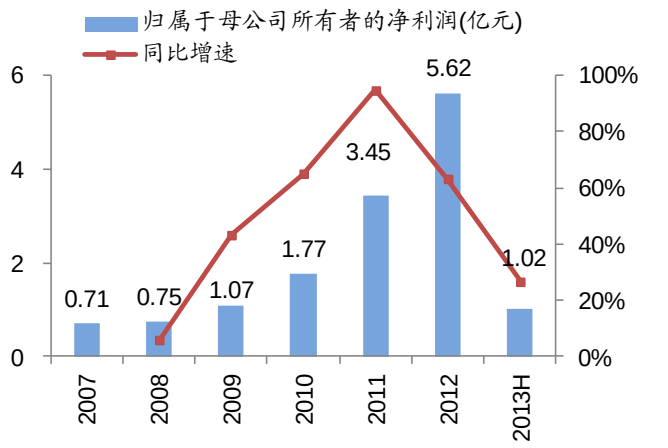
营收增长幅度超预期。公司主营业务有三类：污水处理整体解决方案、给排水工程、净水器销售。2013 上半年，各项业务发展迅速。污水处理解决方案实现营收 3.53 亿元，同比增长 52.72%；给排水工程实现营收 4.31 亿元，同比增长 89.06%；净水器销售实现营收 0.38 亿元，同比增长 440.14%。净水器销售、给排水工程增速大幅超预期。

图 1、2013 上半年营收同比增长 77%



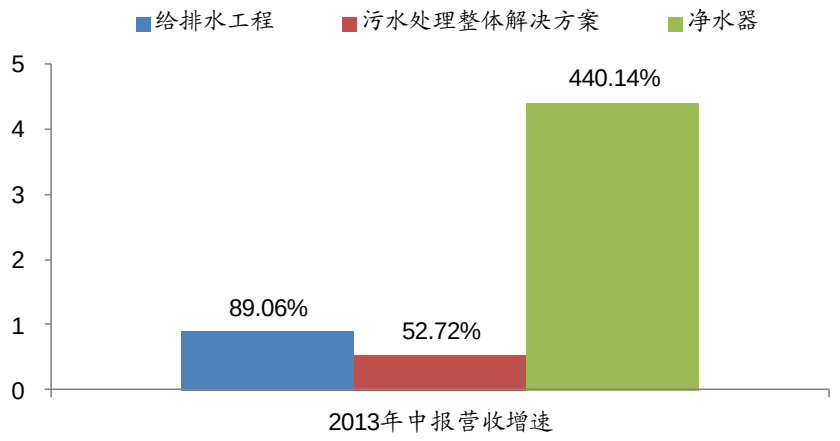
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2、2013 上半年归母净利润同比增长 27%



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3、分项业务收入增速

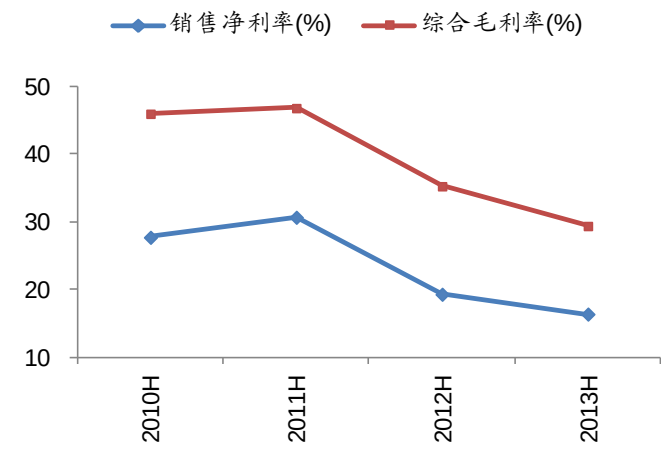


资料来源：Wind、国海证券研究所

2、市场竞争加剧，盈利水平略有下滑

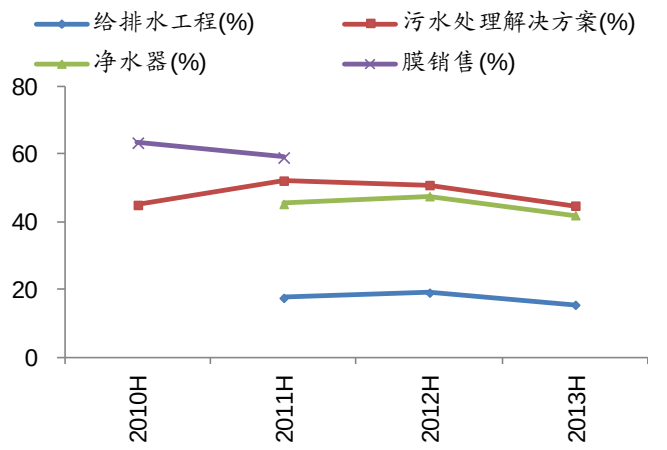
公司归母净利润增速大幅低于营收增速，这主要是因为公司综合毛利率出现下滑。2013 上半年综合毛利率为 29.38%，同比下降 5.88 个百分点；净利率为 16.36%，同比下降 2.93 个百分点。这有两方面的原因：1.公司加大市场开拓力度、且市场竞争加剧，导致分项业务毛利率出现下降；2.毛利率仅为 15%的给排水工程业务收入占比从去年同期的 48.90%上升至 52.45%。下半年，污水处理整体解决方案业务收入占比将大幅上升，因此综合毛利率将上升至 40%左右的水平，但相比 2012 年预计仍有一定幅度的下滑。

图 4、综合毛利率、销售净利率出现下滑



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5、分项业务毛利率出现下降

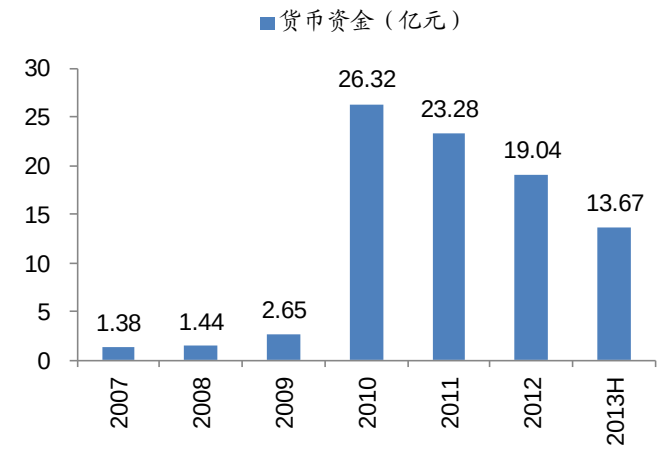


资料来源：Wind、国海证券研究所

3、公司资金充裕，可支撑未来几年发展

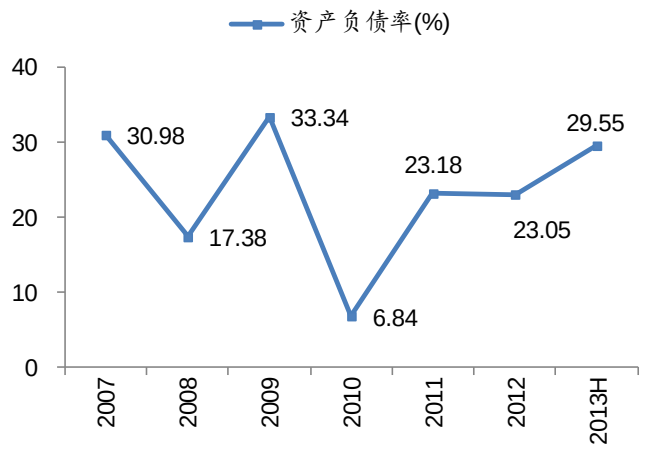
2013 年 6 月底，公司在手货币资金为 13.67 亿元，资产负债率为 29.55%，显示公司资金依然非常充裕。假设未来公司负债率上升至首创股份、创业环保目前 60%的水平，则可增加约 45 亿元资金，资金腾挪空间仍然非常大，可支撑未来几年的业务拓展。

图 6、在手货币资金仍然充裕



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 7、资产负债率维持在低位



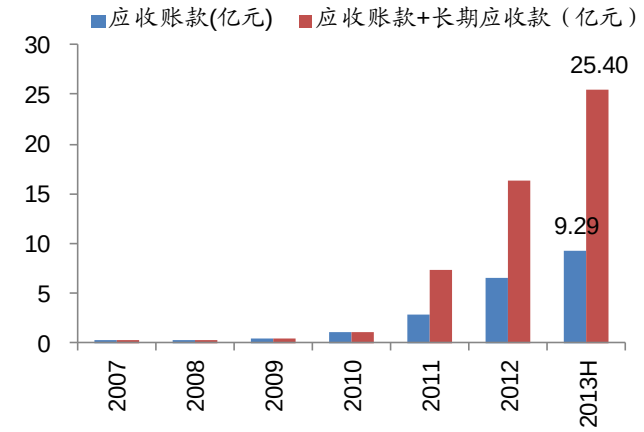
资料来源：Wind、国海证券研究所

4、应收账款风险在上升，但风险仍处于可控范围

公司业务类型为工程建设，需要垫付建设资金。随着承建项目的增多、公司业务模式从 EPC 转变为 EPC+BT/BOT，公司应收账款余额持续上升。截止 2013 年 6 月底，公司应收账款余额为 9.29 亿元，应收账款+长期应收款为 25.40 亿元。应收账款余额上升，也导致计提的资产减值损失上升，资产减值损失/毛利从 2012 年中期的 5.64%上升至 2013 年中期的 12.29%。这显示公司应收账款风险有所上升。公司应收账款余额虽持续上升，但 84%的账款为一年期以内的，因此应收账款风险仍处于可控程度。

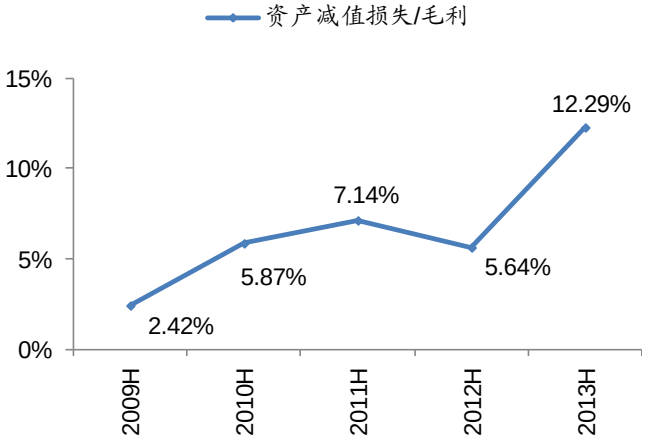
2013 上半年，公司经营性现金流为-3.69 亿元，占营业收入的比例为-44.81%。经营性现金流呈流出状态，一方面是因为公司主要承做政府建设项目，回款集中在年底；另一方面是因为公司处于快速发展期，阶段性资金投入会高于项目回款。公司业务发展模式为与地方政府成立合资公司，实现利益绑定，可对项目回款形成坚实保障。因此，结合历年情况，判断 2013 年底可收回大部分款项，实现经营性现金流流入。

图 8、应收账款余额持续上升



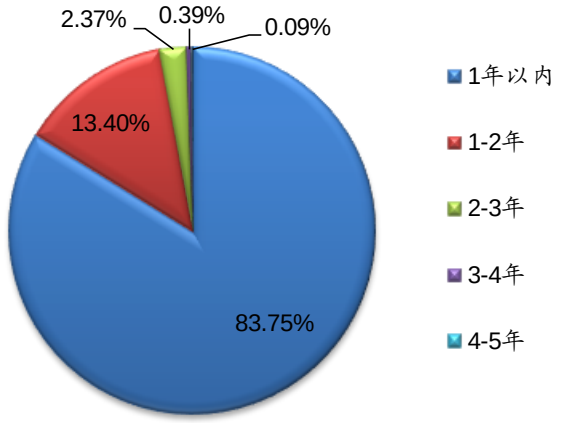
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9、资产减值损失比例扩大



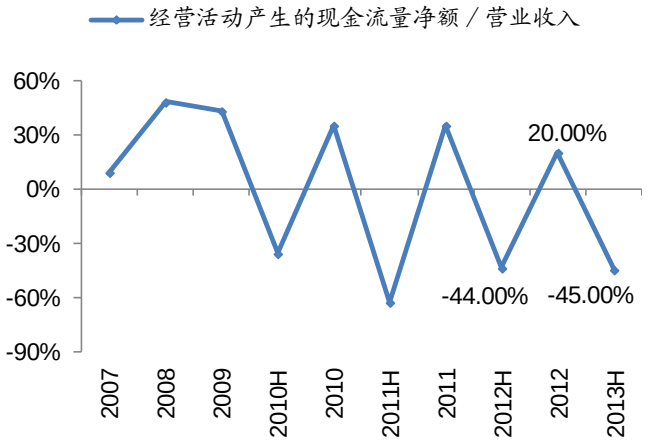
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 10、应收账款多为 1 年期以内的



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 11、2013 年全年经营性现金流预计为正



资料来源：Wind、国海证券研究所

5、“碧水源模式”将继续在全国进行复制，已进驻地区将开花结果。

截止目前，公司业务覆盖地区已达 11 个，子公司数量达到 32 个之多。公司已进驻地区包括北京、云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南、新疆、山东、广东、山西、吉林，这些地区存在水资源紧缺或水污染严重的问题，因此对再生水处理具有刚性需求，预计后期将释放大量订单。

表 1、碧水源下属公司已达 32 家，业务范围覆盖 11 个地区

地区	公司名称	设立时间	持股比例	合资方
北京	北京碧水源膜科技有限公司	2006/10	100%	--
	北京碧水源净水科技有限公司	2009/06	60%	鲁纯、梁辉
	北京碧水源环境科技有限公司	2010/11	100%	--
	北京碧水源环境工程有限公司	2011/03	51%	杨海清，李桂平，王彦成等
	北京碧水源博大水务科技	2011/04	55%	北京博大水务有限公司 北京泰宁科创雨水利用技术股份有限公司
	北京久安建设投资集团有限公司	2011/04	50.15%	陈桂珍、杨中春、黄瑛、吴仲全
	北京碧水源固体废物处理科技有限公司	2011/08	96%	石艾帆
	北京京久安环境科技发展有限公	2012/04	50.15%	北京久安建设投资集团有限公司全资子公司
	中环国宏环境资源科技有限公司	2012/11	21%	中国环境科学研究院 环境保护部环境保护对外合作中心 深圳市利赛环保科技有限公司
	中关村科技租赁（北京）有限公司	2012/11	6%	中关村发展集团股份有限公司 北京市朝阳区国有资本经营管理中心 北京望京新兴产业区综合开发有限公司 南山集团资本投资有限公司 北京中关村科技创业金融服务集团有限公司
	北京格润美云环境治理有限公司	2012/12	100%	--
	北京恒泽美顺环境科技有限公司	2012/12	60%	北京久安建设投资集团有限公司
	北京碧海环境科技有限公司	2012/12	100%	--
	北京京建水务投资有限公司	2012/12	20.82%	北京城市排水集团有限责任公司
江苏	江苏碧水源环境科技有限公司	2008/09	70%	无锡市市政公用产业集团 无锡市高新技术风险投资股份有限公司
	南京城建环保水务投资有限公司	2011/06	50%	南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司
	无锡碧水源丽阳膜科技有限公司	2011/07	39%	三菱丽阳株式会社 江苏碧水源环境科技有限责任公司
云南	云南城投碧水源水务科技	2010/02	50%	云南省水务产业投资有限公司
	昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司	2011/04	49%	昆明滇池投资有限责任公司
	云南水务产业投资发展有限公司	2011/05	44.1%	云南省水务产业投资有限公司
湖南	湖南碧水源环保科技有限公司	2011/06	72%	益阳市城市建设投资开发有限公司

	湖南宜口福农业科技有限公司	2011/11	40%	赵建国
内蒙	内蒙古东源水务科技发展有限公司	2011/11	49%	内蒙古东源宇龙王实业（集团）有限公司
	鄂尔多斯奥源排水有限责任公司	2012/05	26%	鄂尔多斯市市政排水有限公司 内蒙古东源宇龙王实业（集团）有限责任公司 大奥投资控股有限公司
湖北	武汉武钢碧水源环保技术有限责任公司	2011/12	49%	武钢工程技术集团
新疆	新疆科发环境资源股份有限公司	2012/05	29.8%	杨桂萍、杨熙海、詹惠蓉
山东	山东碧水源有限公司	2012/03	49%	山东九龙经济贸易有限公司
	碧水源（禹城）环保科技有限公司	2012/08	60%	滨州海孚水业有限公司
吉林	吉林市碧水源环保工程有限公司	2012/12	100%	--
	吉林碧水源水务科技有限公司	2013	45%	
广东	广东海源环保科技有限公司	2013/4	40%	珠海水务集团有限公司、崔鹏飞
山西	山西太钢碧水源环保科技有限公司	2013		

资料来源：公司公告、国海证券研究所

6、维持“买入”评级

经测算，预计公司 2013/2014/2015 年每股收益分别为 0.94/1.30/1.77 元，42.20 元的股价对应市盈率分别为 45/32/24 倍。第一目标价 52 元，维持“买入”评级。

7、风险提示

主要客户支付能力严重下降导致项目应收账款不能及时收回的风险;

公司在建项目建设进度放缓的风险。

表 2、碧水源盈利预测

证券代码：	300070.sz	股票价格：	42.20	投资评级：	买入	日期：	2013/7/30

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力				
ROE	14%	17%	20%	21%
毛利率	43%	40%	40%	40%
期间费率	7%	7%	7%	8%
销售净利率	32%	29%	29%	29%
成长能力				
收入增长率	73%	62%	39%	36%
利润增长率	63%	48%	38%	36%
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.42	0.50	0.55
应收账款周转率	2.53	1.88	1.98	1.98
存货周转率	7.89	7.89	7.89	7.89
偿债能力				
资产负债率	23%	30%	27%	25%
流动比	2.41	2.19	2.61	3.02
速动比	2.30	2.08	2.46	2.83

每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标				
EPS	0.63	0.94	1.30	1.77
BVPS	7.02	5.19	6.30	7.82
估值				
P/E	66.46	44.90	32.44	23.91
P/B	6.01	8.13	6.69	5.40
P/S	13.17	13.02	9.35	6.90

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1904	2436	2881	3621
应收款项	700	1528	2018	2736
存货净额	128	226	314	424
其他流动资产	67	109	151	205
流动资产合计	**2800**	**4298**	**5364**	**6985**
固定资产	215	244	269	292
在建工程	89	109	129	149
无形资产及其他	119	119	117	115
长期股权投资	1011	1111	1161	1211
资产总计	**5260**	**6907**	**8067**	**9779**
短期借款	0	480	280	180
应付款项	397	699	972	1311
预收帐款	29	47	65	88
其他流动负债	737	737	737	737
流动负债合计	**1163**	**1962**	**2054**	**2316**
长期借款及应付债券	0	76	76	76
其他长期负债	50	50	50	50
长期负债合计	**50**	**126**	**126**	**126**
负债合计	**1213**	**2088**	**2180**	**2442**
股本	553	886	886	886
股东权益	4048	4819	5888	7337
负债和股东权益总计	**5260**	**6907**	**8067**	**9779**

利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**1772**	**2870**	**3997**	**5417**
营业成本	1013	1731	2407	3247
营业税金及附加	31	51	70	95
销售费用	27	44	61	83
管理费用	136	189	247	330
财务费用	(39)	(34)	(17)	5
其他费用/（-收入）	88	126	180	255
营业利润	**692**	**1017**	**1409**	**1913**
营业外净收支	6	6	7	8
利润总额	**698**	**1023**	**1416**	**1921**
所得税费用	102	133	184	249
净利润	596	890	1232	1672
少数股东损益	33	57	80	108
归属于母公司净利润	**562**	**833**	**1152**	**1563**

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	**349**	**(305)**	**436**	**576**
净利润	596	890	1232	1672
少数股东权益	33	57	80	108
折旧摊销	27	33	36	39
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	(307)	(1286)	(913)	(1243)
投资活动现金流	**(670)**	**(148)**	**(96)**	**(93)**
资本支出	(67)	(48)	(46)	(43)
长期投资	(196)	(100)	(50)	(50)
其他	(407)	0	0	0
筹资活动现金流	**853**	**438**	**(364)**	**(322)**
债务融资	(100)	556	(200)	(100)
权益融资	78	0	0	0
其它	875	(118)	(164)	(222)
现金净增加额	**532**	**(16)**	**(24)**	**161**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

杨娟荣，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓 名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88756833-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 4 楼

姓 名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771-5513761	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhaoj04@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn