

乘风破浪开拓新疆域

碧水源 (300070.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

10月25日,碧水源公布2013年三季度报告:公司第三季度实现营业收入4.36亿元,同比增长80.48%;前三季度实现营业收入12.59亿元,同比增长77.9%。第三季度归属于上市公司净利润3045万元,同比增长20.51%;前三季度归属于上市公司净利润1.32亿元,同比增长25.2%,基本每股收益0.15元。

公司同时公告对外投资方案:公司将认购武汉控股(600168)非公开发行的股票,认购价格5.95元/股,认购金额2.12亿元,认购35,731,092股,将持有发行后武汉控股5.04%的股权。

2. 我们的分析与判断

(一) 全年业绩增速不会降低

本报告期公司盈利能力和收益质量小幅降低:2012Q3-2013Q3的销售毛利率分别为32.30%、26.99%;销售成本率分别为67.7%、73.01%;销售净利率分别为16.75%、13.64%。主要原因是工程项目收入增加,北京久安建设投资集团有限公司公司的给排水业务毛利率较低,净水器销售费用增加,以及银行贷款增加,应收账款及其他应收款增加,计提的坏账准备相应增加。

公司业绩主要集中在四季度。公司所处的行业存在业务的季节性特点,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,特别是第四季度。

(二) 市场开拓前景值得期待

公司认购武汉控股的股份具有积极意义和重要影响,主要原因:(1)这是一次战略性的产业投资,本次合作将加强碧水源在武汉水务市场的参与度,进一步强化和提升碧水源在华中地区水务市场的影响力。(2)本次合作也使武汉控股引入碧水源的技术及产品研发优势,增强了其核心竞争力,公司将与武汉控股成立一家合资公司,双方同时承诺从技术、管理、业务等多方面、多层次进行全面战略合作。(3)合作后,碧水源将通过合资公司全面参与武汉市自来水与污水处理厂的提标与升级改造工作,为武汉市的水环境保护、饮用水安全及节能减排工作贡献力量。

公司独特的“碧水源”模式,推动公司膜技术不断进入了新的区域水务市场。在北京、云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南、新疆、山东等已有市场的基础上,今年又成功进入华南水务市场、山西水务市场、吉林市场等。

3. 投资建议

我们预测公司2013-2015年的营业收入分别为30.3亿、44.6亿、62.8亿元,EPS分别为0.96、1.42、2.01元,对应当前动态PE分别为45X、30X、21X。我们继续维持公司“推荐”投资评级。

分析师

冯大军

☎: (8610) 6656 8837
✉: fengdajun@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511080001

邹序元

☎: (8610) 6656 8668
✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511020009

特此鸣谢

周然

☎: (8610) 6656 8494
✉: zhouran@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.10.24

A股收盘价(元)	43.71
A股一年内最高价(元)*	47.20
A股一年内最低价(元)*	20.31
上证指数	2164
市净率	9.67
总股本(万股)	88576
实际流通股(万股)	51292
总市值(亿元)	387
流通市值(亿元)	224

注: *前复权价格

相关研究

碧水源2013年中报点评	2013.07.30
碧水源2012年年报点评	2013.03.22
碧水源2012年中报点评	2012.07.26
碧水源公司深度研究报告	2012.02.28
碧水源2011年中报点评	2011.08.11
碧水源2010年年报点评	2011.02.28
碧水源新股定价研究报告	2010.04.06

表 1: 碧水源 (300070) 财务报表预测

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	2328	1904	2929	3901	5325	营业收入	1026	1772	3030	4468	6280
应收票据	2	11	18	27	38	营业成本	539	1013	1865	2766	3936
应收账款	282	651	1113	1641	2307	营业税金及附加	30	31	53	79	111
预付款项	15	67	67	67	67	销售费用	13	27	46	68	96
其他应收款	23	39	39	39	39	管理费用	103	136	172	213	253
存货	106	128	237	351	499	财务费用	-37	-39	-20	-14	-6
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	11	22	33	49	74
长期股权投资	814	1011	1011	1011	1011	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	200	215	295	299	301	投资收益	42	110	165	247	371
在建工程	38	89	15	15	15	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	409	692	1045	1554	2187
无形资产	116	119	121	123	124	营业外收支净额	5	6	6	6	6
长期待摊费用	2	1	1	1	1	税前利润	414	698	1051	1560	2193
资产总计	4412	5260	5886	7515	9768	减: 所得税	53	102	151	223	310
短期借款	100	0	0	0	0	净利润	360	596	901	1337	1884
应付票据	0	8	0	0	0	母公司净利润	345	562	850	1262	1778
应付账款	246	389	706	1047	1491	少数股东损益	16	33	50	75	105
预收款项	11	29	29	29	29	基本每股收益(元)	1.07	1.02	0.96	1.42	2.01
应付职工薪酬	1	1	1	2	2	稀释每股收益(元)	1.07	1.02	0.96	1.42	2.01
应交税费	58	162	170	179	188						
其他应付款	9	16	16	16	16	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
其他流动负债	557	557	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	105.0%	72.66%	71.05%	47.44%	40.56%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	72.65%	65.39%	58.16%	50.22%	40.41%
负债合计	1023	1213	988	1355	1829	净利润增长率	94.68%	63.27%	51.19%	48.42%	40.89%
股东权益合计	3389	4048	4898	6161	7939	盈利性					
						销售毛利率	47.43%	42.84%	38.45%	38.10%	37.32%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	35.13%	33.63%	29.72%	29.92%	29.99%
净利润	360	596	901	1337	1884	ROE	10.56%	14.49%	18.16%	21.50%	23.58%
折旧与摊销	0	24	30	32	35	ROIC	8.52%	11.90%	15.62%	18.66%	20.38%
经营现金流	360	349	928	823	1189	估值倍数					
投资现金流	-1297	-670	127	210	333	PE	41.13	43.06	45.63	30.75	21.82
融资现金流	632	-104	-30	-60	-99	P/S	13.81	13.67	12.81	8.69	6.18
现金净变动	-304	-425	1025	972	1424	P/B	4.34	3.65	8.29	6.61	5.14
期初现金余额	2632	2328	1904	2929	3901	股息收益率	0.23%	0.14%	0.13%	0.19%	0.27%
期末现金余额	2328	1904	2929	3901	5325	EV/EBITDA	35.46	38.29	39.18	25.68	17.71

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

邹序元、冯大军，公用事业及环保行业证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳广州：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn