

市场份额快速增加 技术研发取得新突破

投资要点:

1. 事件

3月28日,碧水源公布2013年年度报告及2014年第一季度业绩预告:公司2013年实现营业收入31.33亿元,同比增长76.87%;归属于上市公司股东净利润8.4亿元,同比增长49.33%;基本每股收益0.95元。预告公司2014年第一季度归属于上市公司股东净利润约1625.61万元-1750.66万元,同比增长30%-40%。

2. 我们的分析与判断

(一) 业绩增速符合预期

公司去年业绩继续保持高增长,主要来自于:污水处理整体解决方案业务收入19.56亿元,同比增长40.15%,该业务毛利率45.26%,下降3.51个百分点;净水器销售业务收入8156万元,同比增长160.48%,该业务毛利率58.87%,下降12.16个百分点;市政与给排水工程业务收入10.92亿元,同比增长220.16%,该业务毛利率20.98%,上升5.46个百分点。

公司去年收入增速高于利润增速,主要原因是:主营业务综合毛利率37.15%,同比下降了5.6个百分点;去年投资与业务开支增大,增加了项目长期及短期流动资金银行贷款,使公司财务费用同比增加230.08%;随着公司业务规模和类型的扩大与增多,去年报告期末,应收账款总额快速上升到12.77亿元,使得坏账计提资产减值损失5089万元,同比增长133.01%。

(二) 市场份额快速增加

公司在北京、云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南、新疆、山东等已有市场的基础上,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,投资设立青岛水务碧水源科技发展有限公司成功进入青岛水务市场,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、增资武汉三镇实业控股股份有限公司进一步加深已有市场的合作,继续延续独特的混合所有制“碧水源”模式,推动公司膜技术进入了新的区域水务市场,大大增加了公司的市场份额,为公司未来的快速发展奠定了坚实基础。

2013年,碧水源连续建成多个地下式MBR再生水厂后,在中心城市建设地下式再生水厂已成为国内一些主要城市的重要选择,并成为国内许多城市建设再生水厂的发展趋势,为碧水源增添了更多的商机。

碧水源 (300070.SZ)

推荐 维持评级

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

市场数据	时间 2014.3.27
A股收盘价(元)	31.60
A股一年内最高价(元)*	47.20
A股一年内最低价(元)*	31.24
上证指数	2046
市净率	5.80
总股本(万股)	88576
实际流通股(万股)	51252
总市值(亿元)	280
流通市值(亿元)	162

注: *前复权价格

相关研究

碧水源2013年3季报点评	2013.10.25
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

（三）技术研发取得新突破

在研发与自主创新方面，公司在超/微滤及 DF 膜制造技术、膜组器设备技术、MBR 与 CMF 应用工艺技术，工业污水处理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，形成了覆盖面广、产业链完整、多系列、多类别的高品质产品与技术体系，并处于行业领先地位。低压反渗透 DF 膜生产技术开始大规模生产，新一代中衬超/微滤膜、脉冲曝气技术、新一代 waterpad 与家庭迷你水工厂、高效高级氧化催化技术等创新产品与技术的研发均取得了升级并投放市场，特别是公司利用自身开发的技术在工业污水处理、垃圾渗透液处理、固废处理等领域均取得市场突破，为来年各领域的全面发展奠定了良好基础。同时，公司还作为牵头人承担了国家水专项、“863”计划等多个国家级科研项目，成功实现了公司研发方向与国家科研规划的完全融合。

在膜材料与核心设备生产方面，公司进一步进行技术创新升级，将增强型及中衬型 PVDF 中空纤维微滤膜的年产能提升至 400 万平方米以及将中空纤维超滤膜的年产能提升至 200 万平方米，低压反渗透 DF 膜的年产能达 100 万平方米，形成了产品的系列化与规模化，进一步降低了产品成本，成为目前全球领先的能生产全系列产品的膜制造商之一。

另外，旗下的净水公司生产的净水器系列产品实现了较大规模的增长，并成为净水器行业的领先品牌与最多创新产品提供者，预计 2014 年将进一步保持快速增长态势，丰富了公司的业务类型与用户。同时，公司在管理、品牌、人力资源等领域均取得进展，公司的管理水平不断提升，员工数量与素质大幅增强，公司品牌已成为行业内的著名品牌，并取得了社会一致认可。

3. 投资建议

我们预测公司 2014-2015 年的营业收入分别为 43.7 亿、55.9 亿元，EPS 分别为 1.29、1.65 元，对应当前动态 PE 分别为 24X、19X，目前动态估值处于历史较低水平，公司股价安全边际比较高。我们继续看好公司未来发展前景，维持公司“推荐”投资评级。

表 1: 碧水源 (300070) 财务报表预测

资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	2328	1904	2890	3798	5064	营业收入	1026	1772	3136	4373	5599
应收票据	2	11	19	27	34	营业成本	539	1013	1971	2794	3626
应收账款	282	651	1152	1606	2057	营业税金及附加	30	31	82	112	143
预付款项	15	67	67	67	67	销售费用	13	27	36	49	63
其他应收款	23	39	39	39	39	管理费用	103	136	153	186	194
存货	106	128	250	354	460	财务费用	-37	-39	52	72	89
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	11	22	50	60	72
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	328	395	455	投资收益	42	110	256	333	432
在建工程	38	89	50	50	50	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	409	692	1048	1432	1844
无形资产	116	119	121	123	124	营业外收支净额	5	6	20	20	20
长期待摊费用	2	1	1	1	1	税前利润	414	698	1068	1452	1864
资产总计	4412	5260	5967	7511	9403	减: 所得税	53	102	128	176	225
短期借款	100	0	0	0	0	净利润	360	596	940	1276	1639
应付票据	0	8	0	0	0	母公司净利润	345	562	840	1141	1465
应付账款	246	389	746	1058	1373	少数股东损益	16	33	100	136	174
预收款项	11	29	29	29	29	基本每股收益(元)	1.07	1.02	0.95	1.29	1.65
应付职工薪酬	1	1	1	2	2	稀释每股收益(元)	1.07	1.02	0.95	1.29	1.65
应交税费	58	162	170	179	188	财务指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
其他应付款	9	16	16	16	16	成长性					
其他流动负债	557	557	0	0	0	营收增长率	105.0%	72.66%	76.99%	39.47%	28.05%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	72.65%	65.39%	58.21%	37.82%	27.73%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	94.68%	63.27%	49.32%	35.81%	28.43%
负债合计	1023	1213	1029	1364	1703	盈利性					
股东权益合计	3389	4048	4938	6147	7700	销售毛利率	47.43%	42.84%	37.15%	36.11%	35.24%
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	销售净利率	35.13%	33.63%	29.97%	29.18%	29.27%
净利润	360	596	940	1276	1639	ROE	10.56%	14.49%	17.98%	19.85%	20.56%
折旧与摊销	0	24	32	39	46	ROIC	8.52%	11.90%	15.92%	17.61%	17.96%
经营现金流	360	349	939	822	1117	估值倍数					
投资现金流	-1297	-670	148	225	325	PE	29.66	31.06	33.33	24.54	19.11
融资现金流	632	-104	-102	-139	-175	P/S	9.96	9.86	8.93	6.40	5.00
现金净变动	-304	-425	986	908	1266	P/B	3.13	2.63	5.99	4.87	3.93
期初现金余额	2632	2328	1904	2890	3798	股息收益率	0.32%	0.19%	0.18%	0.24%	0.31%
期末现金余额	2328	1902	2890	3798	5064	EV/EBITDA	23.89	26.82	27.48	19.42	14.57

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