

主业稳定增长，参股外埠项目开始贡献利润

——碧水源（300070）2013 年报点评

2014 年 03 月 28 日

推荐/维持

碧水源

财报点评

刘斐	分析师	执业证书编号：S1480513050002
	liufei@dxzq.net.cn 010-66554104	

事件：13 年报业绩符合预期

2013 年，公司实现营收 31.33 亿元，YOY76.87%；营业利润 10.48 亿元，YOY51.4%；扣非后净利 7.99 亿元，YOY43.4%；EPS0.95 元，符合此前预期。同时公司预计 1Q14 公司将实现净利 1625 万元-1750 万元，同比增长 30%-40%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入（百万元）	167.74	298.47	241.97	1063.37	214.79	608.36	436.71
增长率（%）	331.98%	85.45%	43.76%	61.62%	28.05%	103.83%	80.48%
毛利率（%）	32.96%	36.56%	26.58%	49.86%	24.46%	31.12%	22.48%
期间费用率（%）	18.29%	2.40%	11.95%	5.35%	16.19%	5.54%	14.51%
营业利润率（%）	14.97%	31.34%	14.48%	50.64%	10.76%	20.83%	9.72%
净利润（百万元）	14.29	75.63	28.73	477.12	17.97	116.67	37.17
增长率（%）	150.59%	36.09%	31.67%	72.02%	25.71%	54.27%	29.40%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.13	0.05	0.83	0.02	0.10	0.03
资产负债率（%）	23.72%	22.16%	22.41%	23.05%	23.83%	29.55%	32.16%
净资产收益率（%）	0.42%	2.19%	0.82%	11.79%	0.44%	2.77%	0.87%
总资产收益率（%）	0.32%	1.70%	0.64%	9.07%	0.33%	1.95%	0.59%

观点：

- **收入增幅符合预期，毛利率略有下滑。** 2013年，公司实现营收31.3亿元，同比增长77%；但营业成本同比增长94%，影响公司毛利率下滑，除低毛利率的市政业务扩展外，传统污水处理解决方案业务毛利下滑是影响整体毛利下滑的主要原因。
- **ROE略有提升。** 虽然2013年公司净利率30%较2012年的33.6%略有下降，但公司周转次数加快、杠杆比例提高，ROE较2012年的15.7%提升至19.3%。
- **北京与外埠均分收入，北京毛利率有所下滑。** 2013年北京地区业务实现收入17.4亿元，外埠地区实现收入13.8亿元，与2012年相比比例变化不大，基本均分公司收入。毛利率方面，北京地区业务毛利率32%，低于外埠44%的比例，也低于该业务上年45%的毛利率。

- **参股业务开始贡献利润。**2013年公司时间投资收益2.55亿元, 较上年的1.09亿元增加134%。公司外埠参股布局项目开始为公司贡献收益, 其中云南水务2013年实现净利2.49亿元, 较上年的1.55亿元增加60%; 武汉控股实现净利2.7亿元, 也为公司贡献新增投资收益。

结论:

2013年公司主业保持稳定增长, 参股外埠项目开始陆续贡献投资收益; 受益于2014年北京再生水厂大规模建设, 预计公司主业收入仍可持续增长; 而公司在外埠的多方位参股合作项目也可为公司带来稳定的膜订单和投资收益。预计14、15年公司EPS1.34元、1.87元, PE24、17倍, 维持“推荐”的评级。

公司参股公司收入、利润表

	持股	2010A	2011A	2012A	2013A
收入					
昆明滇投碧水源水务	49.0	319.0	319.0	584.8	159.5
云南水务	49.0	18,480.5	18,480.5	33,007.3	57,213.1
无锡碧水源丽阳膜科技	49.0	-	-	101.2	2,880.2
南京城建环保水务投资	50.0	1,553.4	1,553.4	6,029.6	8,358.7
内蒙古东源水务科技发	49.0	330.0	330.0	8,925.9	13,410.4
武汉武钢碧水源	49.0	-	-	27.7	3,173.8
新疆科发环境资源股份	29.8	-	-	47.5	1,203.1
鄂尔多斯奥源公司	26.0	-	-	-	530.7
中环国宏环境资源	21.0	-	-	-	1,311.6
北京京建	20.8	-	-	-	27,305.0
净利润					
昆明滇投碧水源水务		115.1	656.0	59.9	-185.8
云南水务产业投资发展			117.0	15,461.3	24,980.2
无锡碧水源丽阳膜科技			6,639.1	-751.6	-1,396.7
南京城建环保水务投资			-50.8	1,092.5	1,809.0
内蒙古东源水务科技发			64.3	2,058.6	2,078.0
武汉武钢碧水源环保技			212.4	5.5	1,445.8
新疆科发环境资源股份			-2.0	75.3	361.0
中关村科技租赁(北京)				-1.0	1,155.3
博大水务					31.5
北京中环国宏					235.9
吉林碧水源水务					4.3
广东海源环保科技有限公司					553.5
北京北排水务					2,395.3
武汉三镇实业控股股份					27,177.4

资料来源: 公司公告、东兴证券股份有限公司

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产合计						营业收入	1,026	1,772	3,133	4,449	6,273	营业成本	517	985	1,968	2,892	4,140	
货币资金	2,758	2,800	3,829	4,241	6,039	营业税金及附加						营业费用	13	27	37	57	78	
应收账款	2,328	1,904	2,172	2,150	3,090	管理费用	31	103	136	152	216	财务费用	-37	-39	51	61	58	
其他应收款	297	718	1,365	1,780	2,509	资产减值损失						公允价值变动收益						
预付款项						投资净收益	42	110	255	383	536	营业利润						
存货						营业外收入	5	6	20	20	20	营业外支出						
其他流动资产						营业外支出						利润总额	425	720	1,119	1,510	2,083	
非流动资产合计	133	178	291	311	439	所得税	53	102	128	196	271	净利润	360	596	940	1,313	1,813	
长期股权投资	1,586	2,338	4,181	4,911	5,799	归属于母公司净利润	345	562	840	1,193	1,669	EBITDA	364	593	927	1,200	1,618	
固定资产						BPS (元)	1.07	0.63	0.94	1.34	1.87	主要财务比率						
无形资产	200	215	279	304	327	成长能力						营业收入增长	105%	73%	77%	42%	41%	
其他非流动资产	116	119	281	281	281	营业收入增长						营业利润增长	75%	63%	56%	29%	35%	
资产总计	1,267	1,997	3,605	4,326	5,191	归属于母公司净利润	101%	65%	58%	40%	38%	获利能力						
流动负债合计	4,412	5,260	8,133	9,152	11,838	毛利率 (%)	50%	44%	37%	35%	34%	净利率 (%)	35%	34%	30%	30%	29%	
短期借款	981	1,163	2,609	2,752	3,626	总资产净利润 (%)						ROE (%)	27%	37%	47%	51%	60%	
应付账款	100	-	750	750	750	偿债能力						资产负债率 (%)	23%	23%	37%	34%	34%	
预收款项	257	426	1,021	1,144	1,643	流动比率	281%	241%	147%	154%	167%	速动比率	267%	225%	136%	143%	154%	
一年内到期的非流						营运能力						总资产周转率						
非流动负债合计	-	-	353	353	353	应收账款周转率	487%	349%	349%	349%	349%	应付账款周转率						
长期借款	-	-	353	353	353	每股指标 (元)						每股收益 (最新摊薄)	1.07	0.63	0.94	1.34	1.87	
应付债券	-	-	353	353	353	每股净现金流 (最新)						每股净资产 (最新摊)	20.1	10.5	4.5	5.7	7.0	
负债合计	-	-	-	-	-	估值比率						P/E	30.5	51.4	34.5	24.2	17.3	
少数股东权益	1,023	1,213	3,010	3,104	3,978	P/B	1.6	3.1	7.1	5.6	4.6	EV/EBITDA						
实收资本 (或股本)						现金流量表												
资本公积	2,647	2,766	2,989	2,674	2,674	单位:百万元												
未分配利润						2011A	2012A	2013E	2014E	2015E								
归属母公司股东权	742	1,282	2,134	3,591	5,404	经营活动现金流	744	287	695	748	1,384	净利润	360	596	940	1,313	1,813	
负债和所有者权益	3,389	4,048	5,123	6,265	8,078	折旧摊销	18	22	26	26	26	折旧摊销	18	22	26	26	26	
现金						财务费用	-37	-39	51	61	58	财务费用	-37	-39	51	61	58	
应收账款						应付帐款的变化						应付帐款的变化						
预收帐款						预收帐款的变化						预收帐款的变化						
投资活动现金流	-1,225	-624	-1,416	-394	-386	投资活动现金流	-1,225	-624	-1,416	-394	-386	公允价值变动收益	-	-	-	-	-	
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-	-	-	-	-	长期股权投资减少						
长期股权投资减少						长期股权投资减少						投资收益	42	110	255	383	536	
投资收益	42	110	255	383	536	投资收益	42	110	255	383	536	筹资活动现金流						
筹资活动现金流						应付债券增加	-	-	-	-	-	应付债券增加	-	-	-	-	-	
应付债券增加	-	-	-	-	-	长期借款增加	-	-	353	-	-	长期借款增加	-	-	353	-	-	
长期借款增加	-	-	353	-	-	普通股增加	54	119	223	-315	-	普通股增加	54	119	223	-315	-	
普通股增加	54	119	223	-315	-	资本公积增加						资本公积增加						
资本公积增加						现金净增加额	-290	-279	553	-22	940	现金净增加额	-290	-279	553	-22	940	

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、锦龙股份、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。