



买入 **45% ↑**
目标价格: 人民币 47.00

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 52.00

300070.CH

价格: 人民币 32.46

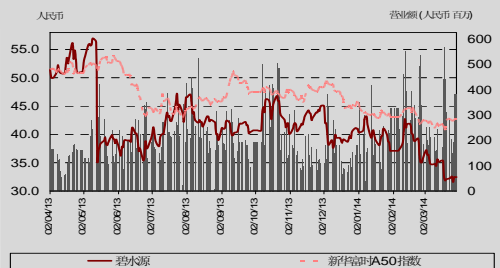
目标价格基础: 35倍 14年市盈率

板块评级: 增持

主要催化剂/事件

- 参股企业盈利能力强
- 优势市场进一步得到巩固
- 商业模式高效

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.8)	(9.1)	(19.9)	(39.5)
相对新华富时 A50 指数	(14.0)	(9.5)	(14.1)	(22.2)

发行股数(百万)	891
流通股(%)	75
流通股市值(人民币 百万)	21,691
13年末每股评估净资产值(人民币)	252
3个月日均交易额(人民币 百万)	净现金
主要股东(%)	
文剑平	25.09

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 3 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

环保

李文宾

(8621) 2032 8507

wenbin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S130051207002

碧水源

业绩增速符合预期, 碧水源模式继续高速扩张

2013 年公司实现营收约 31.33 亿元, 同比增长 76.87%; 实现利润总额近 8.399 亿元, 同比增长 49.33%, 折合每股收益 0.95 元, 与我们的盈利预测高度吻合。公司前期在全国各地的合作企业 2013 年业绩大放异彩, 这证明了“碧水源”模式在业内的旺盛生命力。13 年公司除在北京和武汉加大合作力度外, 进入了山西、山东、广东、吉林等地, 我们相信这将保障公司业绩的长期增速。考虑到股本变动, 我们维持 2014-15 年 1.34 元和 1.84 元的盈利预测, 目标价调整为 47.00 元人民币, 并上调公司评级至买入。

支撑评级的要点

- “碧水源模式”参股企业盈利快速释放。2013 年北京久安建设、云南水务产业投资、南京城建环保、武汉武钢、北京北排、武汉三镇等以“碧水源”模式建立的企业收入和利润大幅增长, 是公司业绩保持较高增速的主要动力来源。
- 全国扩张速度不减。2013 年公司除在优势省市和地区(如: 北京和武汉)继续加大投资保持优势外, 又进入了山西、山东青岛、广东和吉林等地, 我们预计这些合作企业有望成为公司未来业绩新的爆发点。
- 持续技术投入, 立足长远。公司在膜材料、膜组件等核心技术领域持续不断投入雄厚资金, 有望继续加强产品的核心竞争力。

评级面临的主要风险

- 由于公司承接的项目大多为市政污水处理工程, 项目资金主要依靠当地政府财政, 如果当地政府财政紧张, 则容易对公司回款产生较大的压力。
- 公司膜技术虽然较为先进, 但一旦公司承接项目运营中出现意外, 则会对公司未来项目的拓展产生不利的影

估值

- 我们给予公司近 35 倍的 2014 年市盈率估值, 将公司目标价由 52.00 元下调为 47.00 元人民币, 上调评级至**买入**。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,772	3,133	5,317	8,652	13,592
变动(%)		77	70	63	57
净利润(人民币 百万)	562	840	1,193	1,639	2,284
全面摊薄每股收益(人民币)	0.631	0.942	1.338	1.839	2.562
变动(%)		49.3	42.0	37.4	39.3
核心每股收益(人民币)	0.631	0.942	1.338	1.839	2.562
变动(%)		49.3	42.0	37.4	39.3
全面摊薄市盈率(倍)	51.4	34.5	24.3	17.7	12.7
核心市盈率(倍)	51.4	34.5	24.3	17.7	12.7
每股现金流量(人民币)	0.63	0.76	(0.26)	(0.56)	(0.90)
价格/每股现金流量(倍)	51.4	42.9	(125.1)	(57.6)	(36.0)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.9	24.9	18.1	13.5	10.0
每股股息(人民币)	0.100	0.060	0.094	0.129	0.179
股息率(%)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

13 年盈利增速强劲，合作企业盈利快速释放

2013 年公司实现营业收入约 31.33 亿元，同比增长 76.87%，实现利润总额约 8.399 亿元，同比增长 49.33%，折合每股收益 0.95 元，与我们的盈利预测高度吻合。

同时公司宣布每股派息 0.071 元（含税），并以资本公积金向全体股东实施 10 转增 2 股。

公司上市以后，充分利用高达 18.8 亿元的超募资金在全国范围内积极推广“碧水源”模式。目前公司产品在北京、环太湖、环滇池、河海流域、南水北调、华南和西北地区取得了非常显著的成效。

2013 年公司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。同时在已经建立优势的北京和武汉两地，公司通过增资北京京建水务投资有限责任公司和增资武汉三镇实业控股股份有限公司进一步加深市场合作力度。

从经营数据来看，2013 年北京久安建设、云南水务产业投资、南京城建环保、武汉武钢、北京北排、武汉三镇等以“碧水源”模式建立的企业收入和利润大幅增长，是公司业绩保持较高增速的主要动力来源。

2013 年公司连续建设了多个地下 MBR 再生水项目。地下 MBR 再生水工程可以非常好的实现节省土地的效果，我们认为这一模式在国内主要城市有着广阔的市场空间。

公司同时公告 2014 年 1 季度业绩预增 30-40%，即约 1,625.61 万元至 1,750.66 万元，折合每股盈利 0.018 元至 0.02 元。

持续多年大量技术研发投入，膜产品线得到进一步丰富

2013 年公司研发总投入高达近 8,279 万元，同比增长 32.3%。报告期，公司主要在“反渗透膜、净水膜和污水膜”等三大领域做了重点投入。

反渗透膜领域，公司规划建成 100 万平方/年的 RO 生产线，使公司可以生产出满足海水淡化和苦咸水等净化要求的 RO 膜。此外，公司希望研发出了高通量的 RO 膜，在保障透水量和脱盐率之间平衡的同时，有效降低了工程的成本。

净水膜领域，公司将“中衬膜高通量净水膜，超高分子量聚乙烯中空纤维膜，新型结构柱式与浸没式超滤膜元件”等列为重点。

污水膜领域，公司重点投入了“PVDF 中衬微滤膜及亚微滤膜，新型结构帘式 MBR 膜元件，新一代高效 MBR 膜组器，膜污染及高效清洗策略”等研究。

2013 年，公司新增专利 63 项，正在申请且被受理的专利 37 项。长期在研发领域的投入，公司在膜产品领域的技术优势必将愈发突出。

股本变动因而调整目标价，上调评级至买入

据公司 1 季度业绩预告显示，公司 2013 年 1 季度有望实现净利润约 1,165.98 万元-1,360.31 万元，较上年同期增长 20-40%。

我们相信市政和工业污水处理产业是我国政府在“十二五”重点投资方向，且公司商业模式成熟，前期全国布点将快速进入业绩贡献期，因此我们维持公司 2014-2015 年摊薄后每股盈利 1.34 元和 1.84 元的盈利预测。

考虑到公司股本的送转，我们将公司目标价调整至 47.00 元，对应 35 倍的 14 年市盈率估值。我们将公司评级由谨慎买入上调至**买入**。

图表 1.2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年年报	2013 年年报	同比变化(%)
销售收入	1,771.5	3,133.3	76.9
销售成本	1,012.6	1,967.7	94.3
营业税	31.2	82.0	162.9
毛利润	727.7	1,083.5	48.9
其他营业收入			
分销费用	27.1	36.5	34.6
管理费用	135.9	152.1	11.9
资产减值损失	21.8	50.9	133.0
经营利润	542.9	844.0	55.5
财务费用	(39.3)	51.2	n.a.
投资收入	109.9	255.1	132.0
其它非经营性收入	6.0	20.0	231.6
税前利润	698.2	1,067.9	53.0
税金	102.4	128.0	25.0
少数股东权益	33.3	100.0	200.2
净利润	562.5	839.9	49.3
全面摊薄每股收益(元)	0.63	0.95	49.3
盈利能力 (%)			
毛利率	41.1	34.6	
经营利润率	30.6	26.9	
净利率	31.7	26.8	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,772	3,133	5,317	8,652	13,592
销售成本	(1,013)	(1,968)	(3,511)	(5,978)	(9,569)
经营费用	(78)	(34)	(225)	(475)	(907)
息税折旧前利润	681	1,131	1,581	2,199	3,115
折旧及摊销	(28)	(32)	(36)	(42)	(47)
经营利润(息税前利润)	653	1,099	1,545	2,158	3,068
净利息收入(费用)	39	(51)	(84)	(191)	(370)
其他收益(损失)	6	20	10	12	14
税前利润	698	1,068	1,470	1,979	2,712
所得税	(102)	(128)	(176)	(237)	(325)
少数股东权益	(33)	(100)	(101)	(102)	(103)
净利润	562	840	1,193	1,639	2,284
核心净利润	562	840	1,193	1,639	2,284
每股收益(人民币)	0.631	0.942	1.338	1.839	2.562
核心每股收益(人民币)	0.631	0.942	1.338	1.839	2.562
每股股息(人民币)	0.100	0.060	0.094	0.129	0.179
收入增长(%)	n.a.	77	70	63	57
息税前利润增长(%)	n.a.	68	41	40	42
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	66	40	39	42
每股收益增长(%)	n.a.	49	42	37	39
核心每股收益增长(%)	n.a.	49	42	37	39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	698	1,068	1,470	1,979	2,712
折旧与摊销	28	32	36	42	47
净利息费用	3	71	84	191	370
运营资本变动	(1,637)	(1,219)	(591)	570	2,417
税金	(102)	(128)	(176)	(237)	(325)
其他经营现金流	1,360	850	(1,056)	(3,046)	(6,025)
经营活动产生的现金流	349	674	(231)	(502)	(805)
购买固定资产净值	(96)	(197)	(105)	(127)	(151)
投资减少/增加	121	295	0	0	0
其他投资现金流	(695)	(1,673)	58	55	50
投资活动产生的现金流	(670)	(1,574)	(47)	(72)	(101)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	353	1,463	2,878	4,395
支付股息	0	0	(84)	(115)	(160)
其他融资现金流	(104)	953	(82)	(188)	(365)
融资活动产生的现金流	(104)	1,238	1,297	2,576	3,870
现金变动	(425)	338	1,018	2,001	2,964
期初现金	2,237	1,812	2,172	3,190	5,191
公司自由现金流	(321)	(897)	(279)	(573)	(906)
权益自由现金流	(282)	(595)	1,165	2,287	3,474

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,873	2,172	3,190	5,191	8,155
应收帐款	651	1,277	2,127	3,461	5,437
库存	128	193	351	598	957
其他流动资产	148	187	375	649	1,051
流动资产总计	2,800	3,829	6,043	9,898	15,600
固定资产	215	279	379	441	546
无形资产	126	291	277	263	249
其他长期资产	2,119	3,734	5,510	8,270	12,284
长期资产总计	2,461	4,304	6,165	8,973	13,079
总资产	5,260	8,133	12,208	18,872	28,679
应付帐款	389	948	1,580	2,690	4,306
短期债务	0	750	2,213	5,091	9,486
其他流动负债	774	912	1,660	2,688	4,224
流动负债总计	1,163	2,609	5,452	10,469	18,016
长期借款	0	353	353	353	353
其他长期负债	50	48	47	51	57
股本	553	891	891	891	891
储备	3,329	3,950	5,082	6,624	8,775
股东权益	3,881	4,841	5,973	7,515	9,666
少数股东权益	166	282	382	484	587
总负债及权益	5,260	8,133	12,208	18,872	28,679
每股帐面价值(人民币)	4.35	5.43	6.70	8.43	10.84
每股有形资产(人民币)	6.79	5.10	6.39	8.14	10.56
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.39)	(1.20)	(0.70)	0.28	1.89

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.4	36.1	29.7	25.4	22.9
息税前利润率(%)	36.8	35.1	29.1	24.9	22.6
税前利润率(%)	39.4	34.1	27.7	22.9	20.0
净利率(%)	31.7	26.8	22.4	18.9	16.8
流动性					
流动比率(倍)	2.4	1.5	1.1	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	21.5	18.3	11.3	8.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	3.2	16.4
速动比率(倍)	2.3	1.4	1.0	0.9	0.8
估值					
市盈率(倍)	51.4	34.5	24.3	17.7	12.7
核心业务市盈率(倍)	51.4	34.5	24.3	17.7	12.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	74.5	49.9	35.1	25.6	18.3
市盈率(倍)					
市净率(倍)	7.5	6.0	4.8	3.9	3.0
价格/现金流(倍)	51.4	42.9	(125.1)	(57.6)	(36.0)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.9	24.9	18.1	13.5	10.0
周转率					
存货周转天数	46.3	29.8	28.3	29.0	29.7
应收帐款周转天数	134.1	148.8	116.8	117.9	119.5
应付帐款周转天数	80.1	110.4	86.8	90.1	93.9
回报率					
股息支付率(%)	9.8	6.4	7.0	7.0	7.0
净资产收益率(%)	14.5	17.3	22.1	24.3	26.6
资产收益率(%)	10.6	11.9	13.4	12.2	11.4
已运用资本收益率(%)	16.1	17.7	20.5	19.4	18.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371