



业绩略超预期，经营性现金流大幅改善

——碧水源 2013 年年报点评

碧水源 (300070)

投资评级: 推荐

事件

碧水源公布 2013 年年报，公司实现营业收入 31.33 亿元，同比增长 76.87%；归属母公司净利润为 8.399 亿元，同比增长 49.33%，EPS0.95 元。

点评

13 年利润略超市场预期，四季度利润同比大增 54.93%

公司业绩略超预期。公司由于市政工程业务的特殊性，四季度业绩占比通常超过 80%，因此，全年业绩超预期，主要得益于四季度业绩的出色表现。公司 13 年四季度单季收入 18.73 亿，同比增长 76.18%（占全年收入 60%），单季度归属母公司净利润 7.07 亿，同比增长 54.93%，EPS0.79 元。

业务结构变化导致毛利率下降 5.64 个百分点至 37.2

公司 13 年毛利率 37.2%，同比下降 5.64 个百分点。一方面，公司的高毛利率的污水处理整体解决方案业务和净水器

业务毛利率分别下降 3.51 和 12.16 个百分点至 45.26% 和 58.87%，另一方面，低毛利率的市政与给排水工程业务毛利率虽有提升（提升 5.46 个百分点至 20.98%），但其收入比重由 19.25% 大幅上升至 34.85%，是拖累公司综合毛利率下降的主要原因。

费用方面，受益于公司规模效应，公司的销售费用率和管理费用率分别下降至 1.17%（下降 0.36 个百分点）和 4.85%（下降 2.82 个百分点），但由于公司业务规模扩大，新增借款 7.5 亿，导致财务费用率由 12 年的 -2.22% 增至 1.63%（上升 3.85 个百分点）

收现比仍在下降，应收账款大幅增加，但公司对上游供应商占款能力显著提升，导致经营性现金流仍实现大幅增长。

2013 年公司收现比由去年同期的 88.77% 继续下降至 79.85%，显示公司现金回流恶化，导致应收账款同比增长 96.31%（增 6.27 亿）至 12.77 亿，占资产比重由 12.37% 增至 15.71%。

根据公司披露的应收款前五名客户名单（北京城建集团，北京丰台区水务局，北京城市排水集团等）全部为优质客户，应收款前五名集中度达 42%，绝大部分为一年内应收款，我们判断，公司的应收账款虽有恶化趋势，但风险较小。

公司应收账款大幅增长的同时，经营性现金流同比大增 93% 至 6.74 亿，主要原因在于公司对上游供应商占款能力的大幅增强。

投资收益大增 1.32 倍，各地小碧水源贡献投资收益增 34.7%。

公司 13 年投资收益 2.55 亿，同比大增 1.32 倍，占营业利润利

市场表现

截至 2014.3.31



收盘价	33.03
一年内最高价	49.08
一年内最低价	30.01
市净率	6.08
市盈率 (TTM)	35.1
总股本 (亿股)	8.91
实际流通 A 股 (亿股)	5.19
流通 A 股市值 (亿元)	171
总市值 (亿元)	294

分析师: 俞鹏程

证书编号: S1490513110001

Email: yupengcheng@hrsec.com.cn

Tel: 010-58566808

润 24.3%，较 12 年同比提升 8.4 个百分点；其中，长期股权投资投资收益（权益法）1.186 亿，同比增长 34.7%。

此外，云南水务产业投资发展有限公司净利润大幅增长 61.58 至 2.498 亿，其增资完成后，碧水源对云南水务持股比例由 44.1% 变更为 36.38%，公司对于此次股权被动稀释视同处置，由此确认投资收益 2805 万元；其他参股和联营企业投资收益也有明显增长。

⑤ 盈利预测与投资建议

公司凭借独特的“碧水源”模式，在巩固原有北京市场的基础上逐渐布局云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南、新疆和山东市场，2013 年，公司继续依靠该模式进入广东、山西、青岛、吉林和武汉市场，并通过增资京建水务进一步深化已由市场合作。未来，公司将进一步完善混合所有制及 PPP 模式不断推广公司的水污染解决方案，提升市场规模与份额，同时开展项目的融资租赁、水务基金等多种业务模式，加强在家用及商用净水领域的开拓和发展。

我们预计公司 2014 年至 2016 年 EPS 分别为 1.29 元，1.71 元和 2.06 元，对应 PE 为 25.5 倍，19 倍和 16 倍。鉴于公司目前估值较为合理，给予“推荐”评级。

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	1,771.5	3,133.3	4,543.2	6,269.7	8,150.6
同比增长(+/-%)	72.7%	76.9%	45.0%	38.0%	30.0%
营业利润（百万元）	692.2	1,048.0	1,445.0	1,911.2	2,308.9
同比增长(+/-%)	69.2%	51.4%	37.9%	32.3%	20.8%
净利润（百万元）	595.8	939.9	1,291.7	1,704.0	2,056.2
同比增长(+/-%)	65.3%	57.8%	37.4%	31.9%	20.7%
每股收益（元）	1.02	0.95	1.29	1.71	2.06
PE	32.38	34.77	25.51	19.34	16.02
PB	4.70	6.08	4.98	4.02	3.25

⑤ 风险提示：

应收账款坏账风险，高估值板块系统性风险

附录

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,799.9	3,828.6	3,509.0	4,892.1	6,704.7
现金	1,904.2	2,171.8	988.5	1,253.9	1,630.1
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	10.8	12.9	18.6	25.7	33.4
应收款项	650.6	1,277.3	1,915.5	2,821.8	3,969.2
其他应收款	39.0	84.6	122.3	169.1	219.8
存货	128.4	192.9	330.9	435.4	603.1
其他	67.0	89.2	133.0	186.1	249.1
非流动资产	2,460.5	4,304.1	5,796.8	7,264.9	8,740.6
长期股权投资	1,010.9	1,506.7	2,002.5	2,498.3	2,994.1
固定资产	215.3	278.7	351.8	333.5	320.6
无形资产	118.5	281.2	440.3	596.2	748.8
其他	1,115.9	2,237.5	3,002.2	3,836.9	4,677.0
资产总计	5,260.5	12,436.8	15,102.5	19,421.8	24,185.8
流动负债	1,162.8	2,609.5	2,492.9	3,732.2	5,046.0
短期负债	0.0	750.0	0.0	503.3	948.9
应付账款	388.8	947.8	1,418.1	1,993.3	2,669.8
预收账款	28.8	68.5	99.4	111.0	158.3
其他	745.2	843.1	975.4	1,124.6	1,269.0
长期负债	49.9	400.3	481.0	501.9	531.8
长期借款	0.0	352.5	352.5	352.5	352.5
其他	49.9	47.8	128.5	149.4	179.3
负债合计	1,212.7	3,009.8	2,974.0	4,234.1	5,577.8
股本	552.9	891.4	891.4	891.4	891.4
资本公积金	2,121.1	1,935.7	1,935.7	1,935.7	1,935.7
留存收益	1,207.5	2,014.3	3,085.7	4,495.5	6,221.3
少数股东权益	166.3	281.5	418.9	600.1	818.8
母公司所有者权益	3,881.5	4,841.4	5,912.9	7,322.7	9,048.5
负债及权益合计	5,260.5	8,132.7	9,305.7	12,156.9	15,445.2

现金流量表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	327.1	623.2	872.7	1,089.0	1,212.9
净利润	595.8	939.9	1,291.7	1,704.0	2,056.2
折旧摊销	27.9	32.3	55.0	59.7	64.4
财务费用	2.7	71.3	34.1	35.0	47.3
投资收益	-109.9	-255.2	-273.0	-322.2	-380.2

营运资金变动	-211.6	-173.5	-272.7	-443.1	-652.7
其他	22.2	8.4	37.6	55.4	78.0
投资活动现金流	-670.0	-1,573.8	-1,269.8	-1,199.7	-1,153.3
资本支出	-45.4	-207.1	-214.9	-194.6	-204.8
其他投资	-624.6	-1,366.8	-1,054.8	-1,005.1	-948.5
筹资活动现金流	-33.2	1,287.5	-786.2	376.2	316.6
借款变动	-100.0	1,102.5	-750.0	503.3	445.6
普通股增加	229.5	338.6	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-142.0	-185.3	0.0	0.0	0.0
股利分配	-32.3	-33.2	-82.9	-113.0	-111.6
其他	11.6	64.9	46.7	-14.2	-17.4

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,771.5	3,133.3	4,543.2	6,269.7	8,150.6
营业成本	1,012.6	1,967.7	2,944.0	4,138.0	5,542.4
营业税金及附加	31.2	82.0	118.9	164.1	213.3
营业费用	27.1	36.5	50.0	62.7	73.4
管理费用	135.9	152.1	181.7	219.4	260.8
财务费用	-39.3	51.2	34.1	35.0	47.3
资产减值损失	21.8	50.9	42.5	61.3	84.6
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	109.9	255.1	273.0	322.1	380.1
营业利润	692.2	1,048.0	1,445.0	1,911.2	2,308.9
营业外收入	6.0	20.9	22.9	25.2	27.8
营业外支出	0.0	0.9	0.3	0.3	0.4
利润总额	698.2	1,067.9	1,467.7	1,936.2	2,336.3
所得税	102.4	128.0	176.0	232.1	280.1
净利润	595.8	939.9	1,291.7	1,704.0	2,056.2
少数股东权益	33.3	100.0	137.4	181.2	218.7
归属母公司所有者净利润	562.5	839.9	1,154.3	1,522.8	1,837.5
EPS (元)	1.02	0.95	1.29	1.71	2.06

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	72.7%	76.9%	45.0%	38.0%	30.0%
营业利润	69.2%	51.4%	37.9%	32.3%	20.8%

净利润	65.3%	57.8%	37.4%	31.9%	20.7%
盈利能力					
毛利率	42.8%	37.2%	35.2%	34.0%	32.0%
净利率	33.6%	30.0%	28.4%	27.2%	25.2%
ROE	14.5%	17.3%	19.5%	20.8%	20.3%
ROIC	16.3%	18.0%	22.5%	22.5%	21.3%
偿债能力					
资产负债率	23.1%	37.0%	32.0%	34.8%	36.1%
流动比率	2.41	1.47	1.41	1.31	1.33
速动比率	2.30	1.39	1.27	1.19	1.21
营运能力					
资产周转率	0.34	0.39	0.49	0.52	0.53
存货周转率	7.89	10.20	8.90	9.50	9.19
应收账款周转率	2.68	2.43	2.35	2.20	2.04
每股资料(元)					
每股收益	1.02	0.95	1.29	1.71	2.06
每股经营现金	0.63	0.76	0.98	1.22	1.36
每股净资产	7.02	5.43	6.63	8.21	10.15
每股股利	0.04	0.04	0.09	0.12	0.11
估值比率					
PE	32.38	34.77	25.51	19.34	16.02
PB	4.70	6.08	4.98	4.02	3.25

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

俞鹏程在此声明，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

 传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn