

2014年06月18日

碧水源 (300070.SZ)

资金获得支持 开拓有望加力

■公告内容：与国开行北京分行签署《开发性金融合作协议》，双方坚持“规划先行”的原则，共同培育项目，合作领域在：(1) 首都环境治理和改善工作；(2) 新型城镇化建设；(3) 京津冀一体化建设；(4) 全国范围内的膜生物反应器(MBR)技术应用、污水资源化技术应用、水处理及配套管网和固体废弃物处理。国开行北京分行本部及分支机构包括其他子公司对公司企业发展战略规划、并购重组、市场发债、投融资方案设计、法人治理结构完善、组织银团等提供咨询顾问和融资规划服务，并在贷款合同条款及信贷管理方式上给予优于同行业未签订本协议客户的待遇。融资总量来看，自2014年至2019年期间，双方在各类金融产品上的合作融资总量为200亿元人民币。

■安信点评：(1) 公司目前业务仍主要以工程为主，资金实力和资金成本对于企业获取订单及盈利提升至关重要。公司自上市以来充分利用超募资金进行项目扩张，占领市场，但随着项目进展的增多和规模的扩大，资金占用增多，考虑到后续扩张，资金压力有所体现。公司未来仍将规划持续进行对外业务扩展，将膜技术在全国更大范围进行推广和应用，截止到2014年1季度末，公司资产负债率仅32.3%，存在较大杠杆空间，我们认为这次和国开行北京分行合作将有望有效缓解公司资金压力。(2) 国开行及其相关子公司未来也将担任公司融资顾问，对于公司未来融资成本的下降将提供有力支撑，增强竞争实力。

(3) 我们预计国家水污染行动计划即将出台，有望带来2万亿的投资机遇，本次合作为碧水源获取后续项目也提供了强有力支持。

■维持“买入-A”投资评级：公司为MBR市场当之无愧的龙头企业，具有规模技术优势、先发优势等，随着未来水处理标准的逐步提升，看好MBR行业发展，公司有望持续受益于行业发展，目前在手订单充足，本次合作资金压力得到明显缓解，维持“买入-A”投资评级，6个月目标价35元。

■风险提示：项目开拓进展低预期、应收账款风险等。

| 摘要(百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 | 1,771.5 | 3,133.3 | 5,269.1 | 7,903.7 | 11,383.6 |
| 净利润 | 562.5 | 839.9 | 1,250.0 | 1,759.2 | 2,381.2 |
| 每股收益(元) | 0.53 | 0.78 | 1.17 | 1.64 | 2.23 |
| 每股净资产(元) | 3.63 | 4.52 | 5.77 | 7.30 | 9.36 |
| 盈利和估值 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 市盈率(倍) | 55.6 | 37.2 | 25.0 | 17.8 | 13.1 |
| 市净率(倍) | 8.1 | 6.5 | 5.1 | 4.0 | 3.1 |
| 净利润率 | 31.7% | 26.8% | 23.7% | 22.3% | 20.9% |
| 净资产收益率 | 14.5% | 17.3% | 20.2% | 22.5% | 23.8% |
| 股息收益率 | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.6% |
| ROIC | 79.1% | 84.2% | 71.6% | 86.6% | 86.0% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

水务

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

35.00元

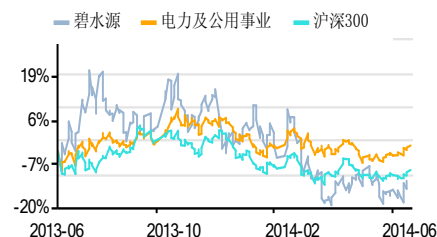
股价(2014-06-17)

29.20元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 31,989.88 |
| 流通市值(百万元) | 19,334.80 |
| 总股本(百万股) | 1,070.37 |
| 流通股本(百万股) | 646.93 |
| 12个月价格区间 | 31.60/47.20元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|------|--------|
| 相对收益 | 8.89 | 0.81 | -3.20 |
| 绝对收益 | 10.00 | 2.05 | -12.94 |

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-68763673

相关报告

| | |
|--------|------------|
| 业绩高速增长 | 2014-04-23 |
| 膜力无限 | 2014-04-21 |

财务报表预测和估值数据汇总(2014年06月18日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 | 1,771.5 | 3,133.3 | 5,269.1 | 7,903.7 | 11,383.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,012.6 | 1,967.7 | 3,372.0 | 5,188.5 | 7,614.4 | 营业收入增长率 | 72.7% | 76.9% | 68.2% | 50.0% | 44.0% |
| 营业税费 | 31.2 | 82.0 | 127.7 | 179.2 | 277.3 | 营业利润增长率 | 69.2% | 51.4% | 46.6% | 42.3% | 35.8% |
| 销售费用 | 27.1 | 36.5 | 52.7 | 79.0 | 113.8 | 净利润增长率 | 63.3% | 49.3% | 48.8% | 40.7% | 35.4% |
| 管理费用 | 135.9 | 152.1 | 226.6 | 339.9 | 478.1 | EBITDA 增长率 | 72.3% | 66.4% | 45.4% | 40.3% | 35.0% |
| 财务费用 | -39.3 | 51.2 | 62.0 | 64.6 | 80.2 | EBIT 增长率 | 75.2% | 68.4% | 45.4% | 40.8% | 35.5% |
| 资产减值损失 | 21.8 | 50.9 | 28.0 | 33.6 | 37.5 | NOPLAT 增长率 | 71.7% | 73.7% | 43.4% | 40.7% | 36.2% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 63.2% | 68.7% | 16.2% | 37.1% | 3.8% |
| 投资和汇兑收益 | 109.9 | 255.1 | 135.8 | 166.9 | 185.9 | 净资产增长率 | 19.4% | 26.6% | 27.7% | 27.2% | 29.1% |
| 营业利润 | 692.2 | 1,048.0 | 1,536.1 | 2,185.9 | 2,968.1 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 6.0 | 20.0 | 10.3 | 12.1 | 14.1 | 毛利率 | 42.8% | 37.2% | 36.0% | 34.4% | 33.1% |
| 利润总额 | 698.2 | 1,067.9 | 1,546.4 | 2,198.0 | 2,982.2 | 营业利润率 | 39.1% | 33.4% | 29.2% | 27.7% | 26.1% |
| 减:所得税 | 102.4 | 128.0 | 204.0 | 292.0 | 382.4 | 净利润率 | 31.7% | 26.8% | 23.7% | 22.3% | 20.9% |
| 净利润 | 562.5 | 839.9 | 1,250.0 | 1,759.2 | 2,381.2 | EBITDA/营业收入 | 38.4% | 36.1% | 31.2% | 29.2% | 27.4% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 36.8% | 35.1% | 30.3% | 28.5% | 26.8% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 固定资产周转天数 | 42 | 28 | 23 | 19 | 15 |
| 货币资金 | 1,904.2 | 2,171.8 | 3,530.3 | 5,216.5 | 6,944.0 | 流动营业资本周转天数 | -73 | -27 | -5 | 21 | 28 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 565 | 381 | 327 | 339 | 333 |
| 应收帐款 | 689.6 | 1,361.9 | 1,486.3 | 3,141.9 | 3,615.6 | 应收账款周转天数 | 101 | 118 | 97 | 105 | 107 |
| 应收票据 | 10.8 | 12.9 | 21.0 | 34.5 | 45.2 | 存货周转天数 | 24 | 18 | 26 | 24 | 24 |
| 预付帐款 | 67.0 | 88.2 | 158.8 | 244.5 | 339.0 | 总资产周转天数 | 983 | 769 | 592 | 502 | 454 |
| 存货 | 128.4 | 192.9 | 558.9 | 510.0 | 993.2 | 投资资本周转天数 | 188 | 177 | 143 | 122 | 100 |
| 其他流动资产 | - | 1.0 | 1.1 | 0.7 | 0.9 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 14.5% | 17.3% | 20.2% | 22.5% | 23.8% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 11.3% | 11.6% | 14.6% | 14.8% | 16.4% |
| 长期股权投资 | 1,010.9 | 1,506.7 | 1,506.7 | 1,506.7 | 1,506.7 | ROIC | 79.1% | 84.2% | 71.6% | 86.6% | 86.0% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 215.3 | 278.7 | 393.4 | 451.0 | 491.2 | 销售费用率 | 1.5% | 1.2% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 在建工程 | 89.4 | 76.3 | 21.6 | 12.8 | 11.0 | 管理费用率 | 7.7% | 4.9% | 4.3% | 4.3% | 4.2% |
| 无形资产 | 142.9 | 317.4 | 308.9 | 300.3 | 291.8 | 财务费用率 | -2.2% | 1.6% | 1.2% | 0.8% | 0.7% |
| 其他非流动资产 | 1,002.1 | 2,124.9 | 1,197.9 | 1,441.8 | 1,588.0 | 三费/营业收入 | 7.0% | 7.7% | 6.5% | 6.1% | 5.9% |
| 资产总额 | 5,260.5 | 8,132.7 | 9,185.0 | 12,860.5 | 15,826.6 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | 750.0 | 427.1 | 617.6 | 878.5 | 资产负债率 | 23.1% | 37.0% | 28.8% | 35.3% | 32.1% |
| 应付帐款 | 405.0 | 962.6 | 1,368.1 | 2,157.0 | 3,085.9 | 负债权益比 | 30.0% | 58.8% | 40.4% | 54.5% | 47.3% |
| 应付票据 | 8.5 | 4.2 | 12.4 | 21.8 | 23.9 | 流动比率 | 2.41 | 1.47 | 2.22 | 2.48 | 2.42 |
| 其他流动负债 | 749.3 | 892.6 | 787.2 | 896.6 | 940.5 | 速动比率 | 2.30 | 1.39 | 2.00 | 2.34 | 2.22 |
| 长期借款 | - | 352.5 | - | 795.4 | 107.2 | 利息保障倍数 | -16.59 | 21.47 | 25.79 | 34.83 | 37.99 |
| 其他非流动负债 | 49.9 | 47.8 | 46.3 | 48.0 | 47.4 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 1,212.7 | 3,009.8 | 2,641.1 | 4,536.4 | 5,083.4 | DPS(元) | 0.03 | 0.06 | 0.09 | 0.12 | 0.16 |
| 少数股东权益 | 166.3 | 281.5 | 369.3 | 513.7 | 727.4 | 分红比率 | 5.9% | 7.5% | 7.6% | 7.0% | 7.4% |
| 股本 | 552.9 | 891.4 | 1,069.7 | 1,069.7 | 1,069.7 | 股息收益率 | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.6% |
| 留存收益 | 3,328.6 | 3,950.0 | 5,104.9 | 6,740.7 | 8,946.1 | | | | | | |
| 股东权益 | 4,047.8 | 5,122.9 | 6,543.9 | 8,324.1 | 10,743.2 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利润 | 595.8 | 939.9 | 1,250.0 | 1,759.2 | 2,381.2 | EPS(元) | 0.53 | 0.78 | 1.17 | 1.64 | 2.23 |
| 加:折旧和摊销 | 27.9 | 32.3 | 46.9 | 58.0 | 68.4 | BVPS(元) | 3.63 | 4.52 | 5.77 | 7.30 | 9.36 |
| 资产减值准备 | 21.8 | 50.9 | - | - | - | PE(X) | 55.6 | 37.2 | 25.0 | 17.8 | 13.1 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 8.1 | 6.5 | 5.1 | 4.0 | 3.1 |
| 财务费用 | 2.7 | 71.3 | 62.0 | 64.6 | 80.2 | P/FCF | 1,796.8 | 27.1 | 119.9 | 16.4 | 17.0 |
| 投资损失 | -109.9 | -255.1 | -135.8 | -166.9 | -185.9 | P/S | 17.6 | 10.0 | 5.9 | 4.0 | 2.7 |
| 少数股东损益 | 33.3 | 100.0 | 92.4 | 146.8 | 218.6 | EV/EBITDA | 28.6 | 29.7 | 16.6 | 11.5 | 7.8 |
| 营运资金的变动 | -632.7 | -1,194.3 | 664.3 | -1,039.7 | -234.5 | CAGR(%) | 47.4% | 40.4% | 55.0% | 47.4% | 40.4% |
| 经营活动产生现金流量 | 348.9 | 674.1 | 1,979.7 | 822.0 | 2,328.0 | PEG | 1.2 | 0.9 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -670.0 | -1,573.8 | 37.5 | 68.7 | 87.7 | ROIC/WACC | 7.5 | 8.0 | 6.8 | 8.3 | 8.2 |
| 融资活动产生现金流量 | -104.3 | 1,170.0 | -658.7 | 795.4 | -688.2 | REP | 2.2 | 2.2 | 1.8 | 1.0 | 0.9 |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 刘凯 | 010-59113572 | liukai2@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

