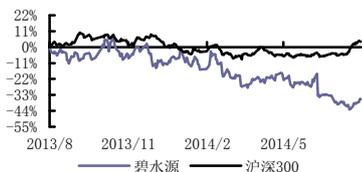


公用事业 - 供水供气

2014 年 8 月 8 日

市场数据	2014 年 8 月 7 日
当前价格 (元)	27.94
52 周价格区间 (元)	24.97-46.81
总市值 (百万)	30173.63
流通市值 (百万)	18237.05
总股本 (百万股)	1070.37
流通股 (百万股)	646.93
日均成交额 (百万)	218.20
近一月换手 (%)	26.98%
Beta (2 年)	
第一大股东	文剑平
公司网址	http://www.originwater.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
碧水源	-2.91%	-4.58%	-23.12%
沪深 300	8.47%	9.54%	3.03%

李云光

执业证书号: S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liyong@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 李云光, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

引领国内 MBR 技术规模化应用的龙头企业

—碧水源 (300070) 2014 年中报点评

评级: 买入 (首次)

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	3133.27	4319	5901	7493
净利润 (百万元)	839.91	1021	1359	1694
每股收益 (元)	0.94	0.95	1.27	1.58
净利润增长率%	49.33%	22%	33%	25%
每股净资产 (元)	5.43	5.42	6.62	8.11
市盈率	29.99	29.27	22.00	17.65
市净率	5.19	5.15	4.22	3.44
EV/EBITDA	27.65	21	15	12

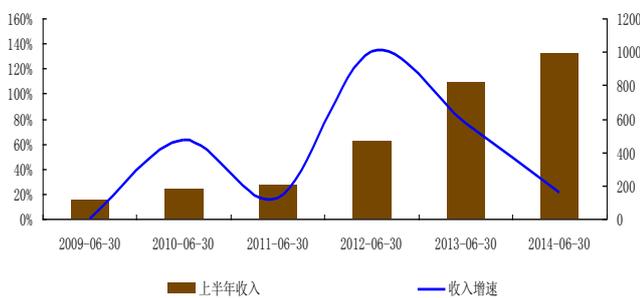
资料来源: 世纪证券研究所

- **污水处理工程收入继续快速增长。**2014 年上半年, 公司完成营业收入 9.94 亿元, 同比增长 20.79%; 实现利润总额 1.86 亿元, 同比增长 20.60%; 实现归属于母公司的净利润 1.36 亿元, 同比增长 33.00%。其中, 主营业务污水处理及资源化解决方案收入 6.22 亿元, 同比增长 75.99%, 是公司收入增长的主要来源。
- **公司整体经营更加稳健。**2014 年 1-6 月份, 公司北京地区收入为 4.29 亿元, 占比为 43.16%, 北京以外地区收入 5.65 亿元, 占比为 56.84%, 外地市场增长势头良好, 公司经营更加稳健。截止 2014 年, 公司已经形成污水处理及资源化解决方案、净水设备销售以及市政给排水工程三大业务板块, 业务结构更加丰富, 综合实力进一步增强, 为公司持续稳健发展奠定了重要基础。
- **应收账款占比上升明显。**2014 年 6 月末, 应收账款余额为 16.46 亿元, 占当期收入比例为 165.6%, 属于正常季节性因素。但随着公司业务规模的扩大, 应收账款占收入比例逐年上升, 2009—2013 年, 应收账款占当期收入比例从 15% 上升到接近 40%, 可能导致坏账风险上升以及利息支出吞噬公司利润。2014 年 6 月末, 短期借款余额为 9.31 亿元, 财务费用支出 3886 万元, 而去年同期财务费用为 -644 万元, 利息支出对净利的影响日趋明显。
- **盈利预测及投资评级:** 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.95 元、1.27 元、1.58 元, 对应市盈率分别为 29.27X、22X、17.65X, 估值低于行业平均水平。公司在国内 MBR 污水处理行业奠定的领先优势短期难以被超越, 水质提升、再生水回用为膜技术应用提供广阔空间, 以及公用事业混合所有制改革等因素推动公司继续保持高速增长。综合考虑, 我们首次给予“买入”投资评级。
- **风险提示:** 应收账款坏账风险

主营业务异地拓展顺利，多元经营更加稳健

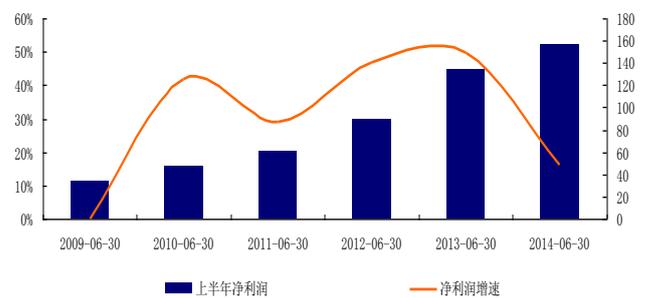
1、**污水处理工程收入继续快速增长。**2014年上半年，公司完成营业收入9.94亿元，同比增长20.79%；实现利润总额1.86亿元，同比增长20.60%；实现归属于母公司的净利润1.36亿元，同比增长33.00%。其中，主营业务污水处理及资源化解决方案收入6.22亿元，同比增长75.99%，是公司收入增长的主要来源。

Figure 1 2009-2014年上半年公司收入 单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

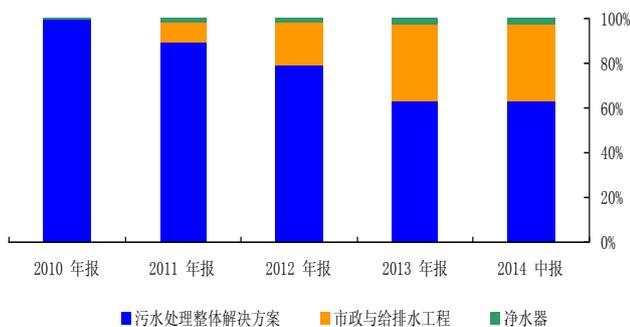
Figure 2 2009-2014年上半年公司净利润 单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

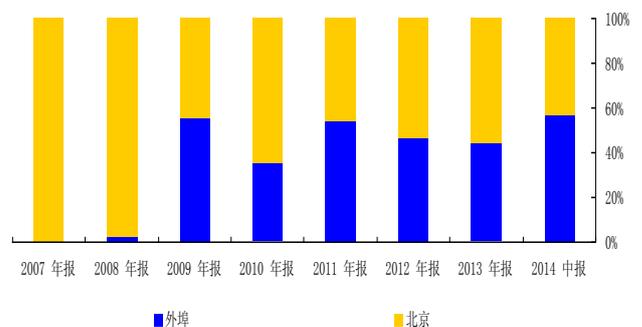
2、**公司整体经营更加稳健。**上市以来，公司市场区域和业务范围逐步拓展，多元化经营使得收入增长更加稳健。2014年1-6月份，公司北京地区收入为4.29亿元，占比为43.16%，北京以外地区收入5.65亿元，占比为56.84%，外地市场增长势头良好，公司经营更加稳健。截止2014年，公司已经形成污水处理及资源化解决方案、净水设备销售以及市政给排水工程三大业务板块，业务结构更加丰富，综合实力进一步增强，为公司持续稳健发展奠定了重要基础。

Figure 3 2010-2014年公司业务收入占比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

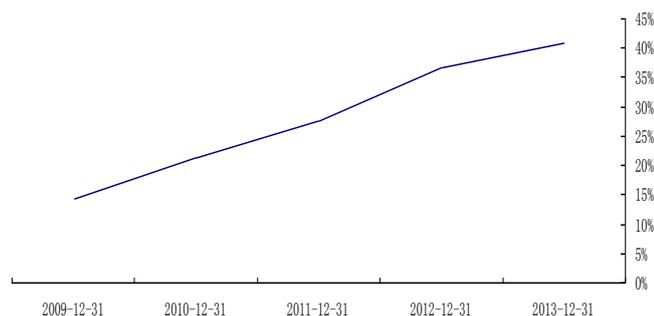
Figure 4 2007-2014年公司收入区域占比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、应收账款占比上升。公司业务主要集中于地方政府投资的污水处理及资源化大型工程，一般从设计到建成需要经历较长时间，上半年往往是立项、建设初期，大部分项目将在四季度进行结算，导致上半年应收账款大幅增加。2014年6月末，公司应收账款余额为16.46亿元，占当期收入比例为165.6%，属于正常季节性因素。但随着公司业务规模的扩大，应收账款占收入比例逐年上升将对公司盈利产生一定影响。

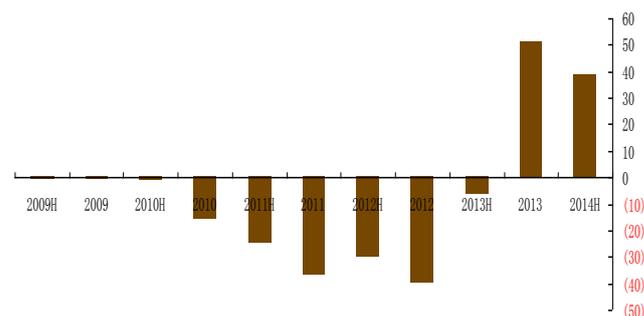
Figure 5 2009-2014年公司应收账款/收入比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 6 2009-2014年公司财务费用

单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

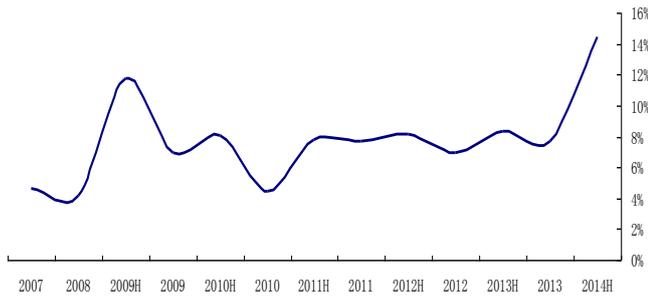
A：发生坏账风险在上升。2009—2013年，公司应收账款占当期收入比例从15%上升到接近40%，说明项目结算进度在放缓，经营性现金流面临一定压力。以土地出让金为主的地方财政收入模式正在经受房地产市场调整带来的压力，随着地方政府债务规模增加，公司应收账款发生坏账的风险也在上升。

B：利息支出吞噬公司利润。公司应收账款占用大量资金，日常经营所需资金只能通过借款来解决，导致利息费用大幅上升。2014年6月末，公司短期借款余额为9.31亿元，比年初增加1.81亿元，上半年财务费用支出3886万元，而去年同期财务费用为-644万元，利息支出对净利的的影响日趋明显。

业务扩张带来费用上升较快

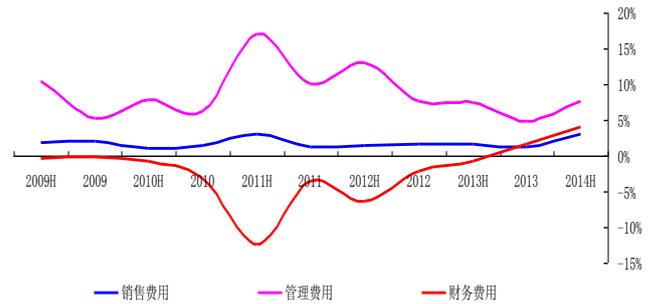
1、期间费用率大幅上升。2014年1-6月份，公司期间费用占收入比为14.45%，同比提高6.13个百分点。其中，财务费用3886万元是影响费用率上升的主要因素。随着下半年收入确认进度加快，公司全年费用率会有一些的回落，但财务费用继续攀高将是大概率事件，对公司盈利影响更加明显。

Figure 7 2007-2014年公司期间费用率变化



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

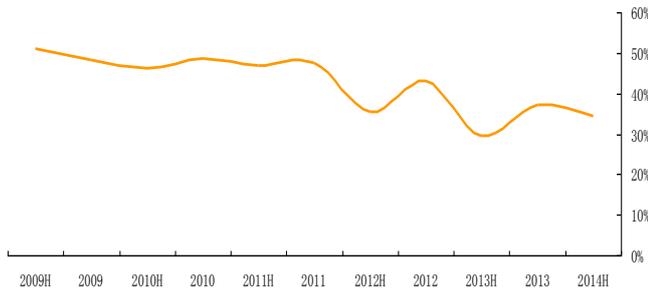
Figure 8 2009-2014年公司三项费用/收入占比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

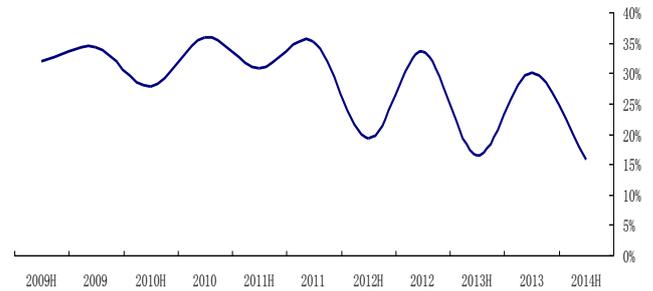
2、毛利率延续小幅下滑。近年来，由于市场竞争日趋激烈，公司主要业务污水处理机资源化解方案毛利率逐年缓慢回落，上半年下降到 43.34%，是公司上市以来最低水平。2014 年上半年，公司综合毛利率为 34.22%，同比提高 4.84 个百分点。虽然中期毛利率有所回升，但难以改变全年继续下滑的趋势。毛利率下降与费用率上升带来的叠加效应使得公司净利率也呈现缓慢回落。

Figure 9 2009-2014年公司综合毛利率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 10 2009-2014年公司净利率



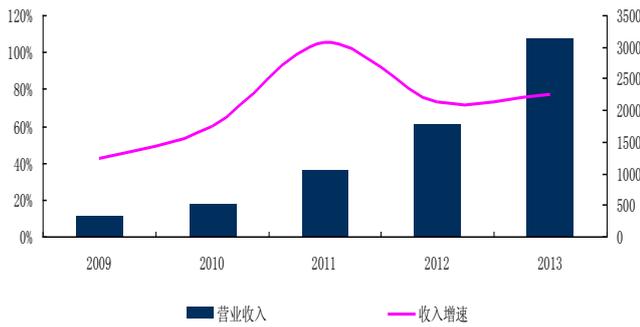
资料来源：公司公告 世纪证券研究所

投资要点：国内领先的 MBR 污水资源化综合供应商

1、MBR 污水资源化综合解决方案领先企业。公司从成立以来致力于 MBR 技术解决污水处理及再生水业务，借助北京市场的成熟经验以及登陆资本市场的契机，业务规模得以快速扩张，已经成为可与国际巨头竞争的国内一流膜法水资源化综合服务企业。2009-2013 年，公司收入从 3.13 亿元猛增到 31.33 亿元，年复合增长率达到 78%；净利润从 1.08 亿增长到 9.4 亿元。2014 年又通过 PPP 模式成功进入上海水务市场、天津及环渤海水务市场、陕西水务市场、贵州水务市场，并通过投资设立武汉水务环境科技有限公司进一步加深华中已有市场的合作，为未来快速发展奠定了坚实基础。

Figure 11 2009-2013 年公司收入

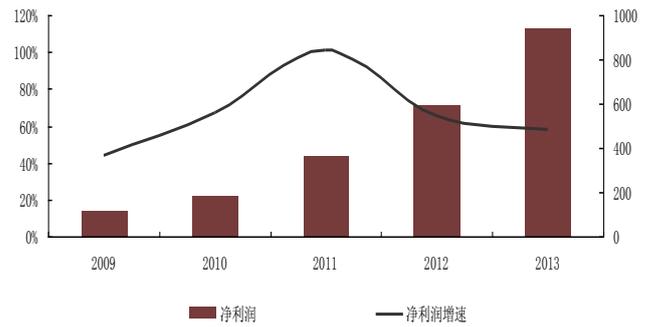
单位: 百万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 12 2009-2013 年公司净利润

单位: 百万元

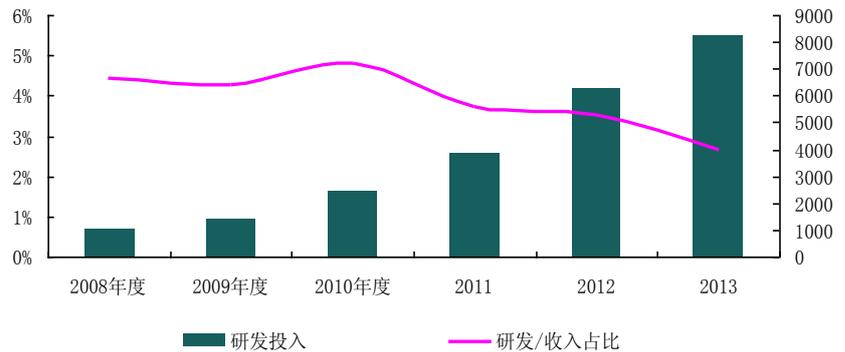


资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

2、领先国内膜技术及其产业化应用研究。公司在超/微滤及 DF 膜制造技术、膜组器设备技术、以及污水处理工艺技术均建立了先发优势。2009-2013 年, 公司累计投入研发资金 2.31 亿元, 获得注册专利 63 项, 其中 11 项为发明专利。公司同时承担多项国家级科研项目, 确保研发水平处于行业领先地位。

Figure 13 2008-2013 年公司研发投入

单位: 百万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

3、“碧水源+地方城投公司”的 PPP 模式。PPP 模式将政府责任与社会主体建立起“利益共享、风险共担、全程合作”的共同体关系, 政府的财政负担减轻, 社会主体的投资风险减小, 迎合了当前政府角色转变的改革需求, 是未来公用事业行业发展的重要方向。公司异地扩张基本采用与当地负责城市建设的城投公司共同设立合资公司的模式, 通过合资大大降低了公司进军异地市场的阻力。“十八届三中全会”以来, 转变政府职能、传统垄断行业向社会资本开放进程明显提速, 混合所有制被认为是最具操作性的改革方向, 公司成熟的 PPP 模式有望继续获得高速增长。

盈利预测

1、核心假设：水质提升以及再生水利用为 MBR 项目提供巨大市场前景，由于膜生物技术在国内仍处于推广初期，市场基数低使得行业维持近几年的高速增长；公司作为国内领先企业至少可以获得行业平均增长水平。根据过去几年公司增长情况以及公司基数原因，我们预计 2014-2016 年公司主营业务仍可维持 50%—30% 的增长。

Figure 14 2014-2016 年公司收入预测

单位：百万元

	2016E	2015E	2014E	2013	2012
污水处理整体解决方案					
收入	5342.53	4109.64	2935.46	1956.97	1396.38
成本	3205.52	2424.69	1702.56	1071.19	715.38
毛利率 (%)	40.00%	41.00%	42.00%	45.26%	48.77%
市政与给排水工程					
收入	2044.30	1703.58	1310.45	1092.04	
成本	1676.33	1379.90	1048.36	862.98	
毛利率 (%)	18.00%	19.00%	20.00%	20.98%	
净水器					
收入	105.70	88.08	73.40	81.56	31.31
成本	47.57	39.64	33.03	33.55	9.07
毛利率 (%)	55.00%	55.00%	55.00%	58.87%	71.03%
合计					
收入	7492.53	5901.30	4319.31	3130.57	1427.69
收入增长	26.96%	36.63%	37.97%	119.28%	52.71%
成本	4929.41	3844.23	2783.95	1967.72	724.45
毛利率	34.21%	34.86%	35.55%	37.14%	49.26%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、盈利预测及投资评级：考虑公司财务费用上升以及主营业务毛利率小幅下降趋势，预计 2014-2016 年公司每股收益分别为 0.95 元、1.27 元、1.58 元，对应 2014 年 8 月 7 日收盘价 27.94 元市盈率分别为 29.27X、22X、17.65X，估值低于行业平均水平。

公司在国内 MBR 污水处理行业奠定的领先优势短期难以被超越，以及水质提升、再生水回用为膜技术应用提供广阔空间，地方政府公用事业混合所有制改革持续推进，以上因素将推动公司继续保持高速增长。综合考虑，我们首次给予“买入”投资评级。

Figure 15 2014-2016 年公司盈利预测

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	3133	4319	5901	7493	
收入同比 (%)	77%	38%	37%	27%	
归属母公司净利润	840	1021	1359	1694	
净利润同比 (%)	49%	22%	33%	25%	
毛利率 (%)	37.2%	35.5%	34.9%	34.2%	
ROE (%)	17.3%	17.6%	19.2%	19.5%	
每股收益 (元)	0.79	0.95	1.27	1.58	
P/E	35.59	29.27	22.00	17.65	
P/B	6.17	5.15	4.22	3.44	
EV/EBITDA	25	21	15	12	

资料来源:公司公告 世纪证券研究所

风险提示

公司主要业务为政府投资的水处理公用项目,随着业务规模扩大产生大额的应收账款,当前房地产市场对政府出让土地收入有一定影响,财政还款压力日益增大,导致公司应收账款未来有可能发生坏账风险。

Figure 16 2014-2016 年公司资产负债表预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
流动资产	3829	4883	6214	7532	
现金	2172	2219	2330	2274	
应收账款	1277	2023	3043	4210	
其他应收款	85	102	143	187	
预付账款	88	129	202	236	
存货	193	392	468	592	
其他流动资产	14	17	28	32	
非流动资产	4304	5384	6837	8698	
长期投资	1507	1959	2546	3310	
固定资产	279	325	367	395	
无形资产	281	276	271	265	
其他非流动资产	2238	2825	3653	4727	
资产总计	8133	10267	13052	16229	
流动负债	2609	3211	4098	5022	
短期借款	750	1000	1300	1500	
应付账款	948	1227	1674	2231	
其他流动负债	912	984	1124	1291	
非流动负债	400	899	1401	1900	
长期借款	353	853	1353	1853	
其他非流动负债	48	46	48	47	
负债合计	3010	4109	5499	6922	
少数股东权益	282	357	471	627	
股本	891	1070	1070	1070	
资本公积	1936	1757	1757	1757	
留存收益	2014	2973	4254	5853	
归属母公司股东权益	4841	5800	7082	8680	
负债和股东权益	8133	10267	13052	16229	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 17 2014-2016 年公司利润表和现金流量表预测

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	3133	4319	5901	7493	
营业成本	1968	2784	3844	4929	
营业税金及附加	82	105	134	183	
营业费用	37	57	79	95	
管理费用	152	324	394	476	
财务费用	51	58	115	173	
资产减值损失	51	70	80	90	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	255	332	431	560	
营业利润	1048	1253	1686	2108	
营业外收入	21	11	12	15	
营业外支出	1	0	0	1	
利润总额	1068	1264	1698	2122	
所得税	128	167	226	272	
净利润	940	1097	1472	1850	
少数股东损益	100	76	114	156	
归属母公司净利润	840	1021	1359	1694	
EBITDA	1131	1339	1834	2317	
EPS (元)	0.94	0.95	1.27	1.58	
现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	674	-418	-259	-214	
净利润	940	1097	1472	1850	
折旧摊销	32	28	33	37	
财务费用	51	58	115	173	
投资损失	-255	-332	-431	-560	
营运资金变动	-173	-1332	-1519	-1799	
其他经营现金流	79	63	70	85	
投资活动现金流	-1574	-163	-237	-274	
资本支出	197	30	50	50	
长期投资	-331	452	588	764	
其他投资现金流	-1709	319	400	540	
筹资活动现金流	1170	628	607	433	
短期借款	750	250	300	200	
长期借款	353	500	500	500	
普通股增加	339	178	0	0	
资本公积增加	-185	-178	0	0	
其他筹资现金流	-86	-122	-193	-267	
现金净增加额	270	47	111	-56	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.