

稳健增长的膜法水处理领军企业

——碧水源 (300070) 中报点评报告

买入 (维持)

日期: 2014 年 08 月 08 日

	2012 年	2013 年	2014E	2015E
营业收入(亿元)	17.72	31.33	39.96	52.09
增长比率 (%)	72.66	76.87	27.6%	30.4%
净利润(亿元)	5.62	8.40	11.99	15.63
增长比率 (%)	63.27	49.33	42.7%	30.3%
每股收益(元)	1.02	0.94	1.12	1.46
市盈率(倍)	39.31	43.61	25	19

事件:

公司发布半年报, 公司实现营业收入 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%。基本符合预期。

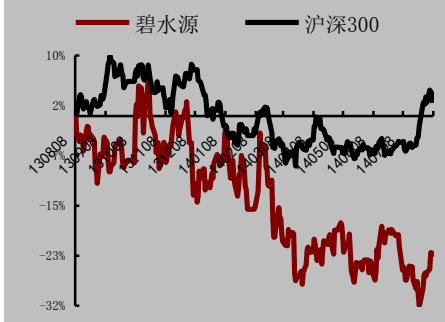
投资要点:

- **污水处理整体解决方案收入提速, 收入区域结构进一步优化:** 上半年, 公司业务收入主要来源于污水处理整体解决方案、净水器销售及市政给排水工程三项业务, 其中污水处理整体解决方案实现收入 6.22 亿元, 占比 62.6%, 同比增长 75.99%, 是三块业务中占比最大, 增速最快的业务; 净水器销售收入 0.3 亿元, 同比下降 19.3%; 市政给排水工程实现收入 3.42 亿元, 占比 34.4%, 同比下降 21.9%。收入区域结构看, 北京地区收入 4.29 亿元, 同比下降 26.6%, 外埠地区收入 5.65 亿元, 同比猛增 138.6%, 公司全国性业务布局已见成效。
- **期间费用率上升, 现金趋紧:** 上半年公司业务综合毛利率 34.2%, 同比提升 4.84 个百分点, 毛利率较高的污水处理整体解决方案收入增长较快, 而毛利率较低的市政工程给排水业务收入下降是主要的原因。期间费用看, 销售费用率 14.4%, 同比增长 6.1%, 净水器和外埠业务销售费用增加是主要原因, 管理费用率 7.6%, 与去年基本持平, 财务费用率 3.9%, 相比去年提高 4.7%, 今年新增贷款所致。上半年公司经营活动产生现金流 -4.6 亿元, 同比增长 -26.3%, 现金流趋紧, 季节性因素影响较大。
- **公司跨区域业务和膜产品链不断丰富:** 上半年, 公司在北京、云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南、新疆、山东、广东、山西、吉林等原有市场基础上, 上半年成功进入了上海、天津及环渤海、陕西、贵州、武汉市场, 采用独特的 PPP 模式, 增加市场占有率。同时, 公司将增强型及中衬型 PVDF 中空纤维微滤膜的年产能提升至 400 万

基础数据

收盘价(元)	27.94
市净率(倍)	5.71
流通市值(亿元)	180.75
每股净资产(元)	5.47
每股经营现金流(元)	-0.32
营业利润率(%)	10.89
净资产收益率(%)	0.35
资产负债率(%)	32.30
总股本(万股)	107,037
流通股(万股)	64,693

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所

分析师: 宋颖

执业证书编号: S0270511060002

电话: 02160883485

邮箱: songying@wlzq.com.cn

平方米、将中空纤维超滤膜的年产能提升至 200 万平方米、低压反渗透 DF 膜的年产能达 100 万平方米，膜产品链丰富的同时产能不断扩大。

- **盈利预测与投资评级：**环保部正在编制的《水污染防治计划》，以消灭劣 V 类水体为主要目标，预计投入 2 万亿元，同时，我国开始实施严格的水资源管理，北方的水资源性缺水与南方的水质性缺水推动了我国对高品质再生水的刚性需求，推动了膜技术的多区域大规模应用。公司是我国采用膜技术为客户一揽子提供建造污水处理厂或再生水厂的整体技术解决方案的领军企业，明显受益水治理环保政策扶持。按照目前项目进展，预计公司 14-15 年 EPS 分别为 1.12 元、1.46 元，对应市盈率 25 倍、19 倍，给予买入评级。
- **风险提示：**项目进度低于预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：宋颖

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，以勤勉的执业态度，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。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484