

证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

碧水源 (300070)

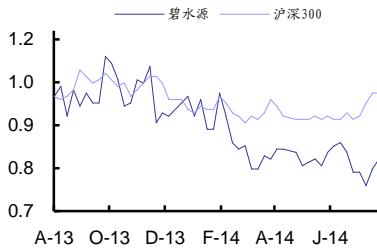
推荐

2014 年半年报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 17 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,070/647
总市值/流通 (百万元)	30,827/18,632
上证综指/深圳成指	2,223/7,980
12 个月最高/最低元)	40.82/24.74

相关研究报告:

- 《碧水源-300070-公司快评:携手国开行签订 200 亿资金合作计划,为全国优质项目获得打下基础》——2014-06-18
- 《碧水源-300070-公司快评-固废合资公司成立,平台型公司价值初露端倪》——2014-04-02
- 《碧水源-300070-重大事件快评:携手太钢布局山西市场》——2013-05-13
- 《碧水源-300070-2012 年业绩快报点评:业绩略超预期,收款进度放缓》——2013-03-01
- 《碧水源-300070-2012 年三季报点评:结算淡季,久安维持快速增长》——2012-10-25

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513050004

证券分析师: 徐强

电话: 010-88005329
E-MAIL: xuqiang1@guose.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

合资公司进入收获期,平台价值开始显现

● 中报符合预期: 合资公司项目集中上马,外埠业务收入大幅提升

上半年公司营收 9.94 元, 同增 20.79%; 净利润 1.36 亿元, 同增 33.00%, 符合公司此前公告的业绩预告区间 (25%-35%)。上半年外埠收入大幅增加, 达到 5.7 亿元, 同比增长 139%, 是带动公司收入增长的主要动力。我们分析认为: 1) 合资公司所在地的水处理项目开始集中上马, 带动外埠污水处理整体解决方案收入大幅提升; 2) 受到久安工程结算周期性波动影响, 北京地区收入下降, 预计年底市政项目进入集中结算期之后, 北京地区收入大概率恢复到增长状态。

● 上半年业务结构微调, 综合毛利率提升近 5 个百分点

上半年公司各项业务的毛利率基本保持稳定, 而公司综合毛利率同比上升 4.8 个百分点, 达到 34.2%。我们认为, 综合毛利率上升主要是受到业务结构变化的影响, 上半年高毛利率的污水处理整体解决方案业务占比提升 8.66 个百分点, 达到 63%, 为近三年来最高水平。

● 融资和销售成本大幅上升, 推动综合费用率提升 6 个百分点

受财务费用和销售费用大幅增长影响, 公司上半年综合费用率同比上升 6.13 个百分点, 达到 14.45%。分项来看: 1) 上半年短期借款增加 1.8 亿元, 使得财务费用支出同比增长 703%, 达到 3886 万元, 是推动期间费用支出增加的主要因素; 2) 由于推广净水器产品及开拓外埠污水处理工程服务市场, 公司的销售费用同比增长 122%, 达到 2949 万元, 是推动期间费用支出增加的次要因素。

● 现金流和应收账款有所恶化, 关注下半年工程结算情况

上半年公司经营经营性现金流入合计占营收比例为 70%, 同比下降 4 个百分点; 应收账款占营业收入比例为 175%, 同比大幅上升 37 个百分点, 两指标均为近三年最差水平。我们认为, 回款状况出现恶化主要是受到工程结算周期因素影响, 政府习惯在年底集中进行工程结算, 预计公司回款情况将在三季度将开始好转。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 14-15 年 EPS 分别为 1.16 元和 1.68 元, 对应 PE 为 24 倍和 16 倍。我们认为公司是环保股中最好的平台型公司, 处在新一轮成长起点的转型期。由于市值较大, 短期股价受市场风格影响更大, 但中期转型进展和水务市场化改革进度加速或成为核心催化, 市场明确这一趋势后, 或启动新一轮 α 成长行情。

盈利预测和财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,133	4,861	7,377	10,831
(+/-%)	76.9%	55.2%	51.7%	46.8%
净利润(百万元)	840	1,239	1,795	2,513
(+/-%)	49.3%	47.5%	44.8%	40.0%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.16	1.68	2.35
EBIT Margin	35.7%	28.2%	28.1%	28.1%
净资产收益率 (ROE)	17.3%	21.5%	25.2%	27.9%
市盈率 (PE)	-	24	16	12
EV/EBITDA	-	32	19	15
市净率 (PB)	-	5	4	3

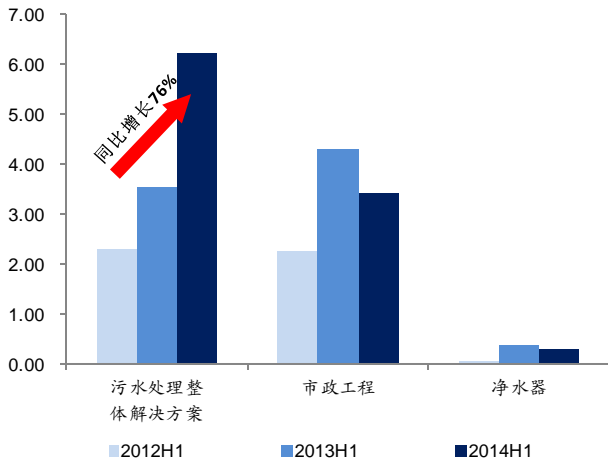
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

合资公司项目集中上马，带动外埠业务收入大幅提升

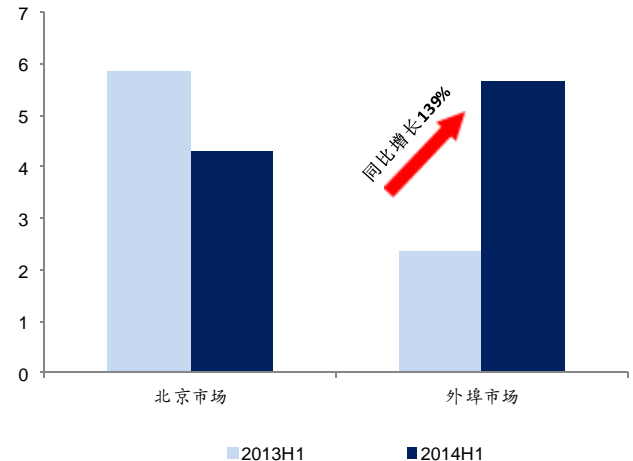
分业务来看，上半年污水处理整体解决方案业务收入为 6.2 亿元，同比增长 76%；市政工程业务和净水器业务收入分别为 3.4 亿元和 0.3 亿元，同比下降 21% 和 19%。分地区来看，公司在外埠的业务收入大幅增加，达到 5.7 亿元，同比增长 139%，占总营收比重达到 57%，上升 28 个百分点；北京地区收入为 4.3 亿元，同比下降 27%。我们分析上述经营数据认为：1) 上半年合资公司所在地的水处理项目开始集中上马，带动外埠污水处理整体解决方案收入出现明显提升；2) 北京地区收入下降主要是受到久安建设市政工程项目结算周期性波动影响，年底市政项目进入集中结算期之后，北京地区收入大概率恢复到增长状态；3) 上半年公司调整净水器产品线并大力推广新机型，影响了净水器产品铺货工作，目前该项业务调整已经完成，净水器业务增长势头有望恢复。

图 1: 公司上半年分业务收入增长: 污水处理整体解决方案业务同比增长 76% (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

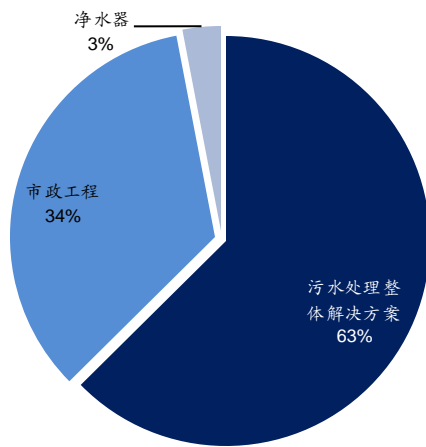
图 2: 公司上半年分地区收入增长: 外埠业务收入大幅增长 139% (单位: 亿元)



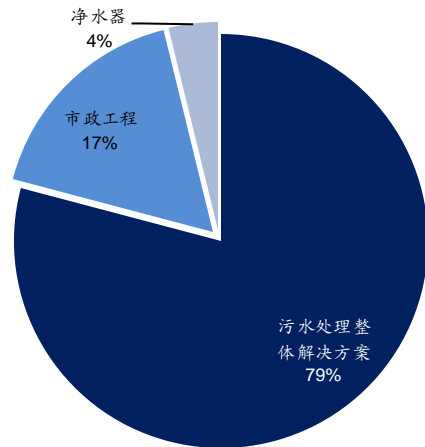
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

上半年业务结构微调，综合毛利率提升近 5 个百分点

上半年公司各项业务的毛利率基本保持稳定，其中污水处理整体解决方案业务毛利率为 43%，同比微降 1.43 个百分点；市政工程业务和净水器业务毛利率分别为 17% 和 43%，分别同比微升 1.45 和 0.9 个百分点。在各项业务毛利率保持稳定的同时，公司综合毛利率同比上升 4.8 个百分点，达到 34.2%。我们认为，综合毛利率上升主要是受到业务结构变化影响，高毛利率的污水处理整体解决方案业务占比提升 8.66 个百分点，达到 63%，为近三年来最高水平。

图 3: 公司上半年收入构成图: 污水处理解决方案占比提升 9 个百分点, 达到 63%


资料来源: 各地环保局、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司 2013 年毛利构成图: 污水处理解决方案占比提升 14 个百分点, 达到 79%


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

融资和销售成本大幅上升, 推动上半年综合费用率提升 6 个百分点

受到财务费用和销售费用大幅增长影响, 公司上半年综合费用率同比上升 6.13 个百分点, 达到 14.45%。分项来看, 1) 上半年公司短期借款增加 1.8 亿元, 使得财务费用支出同比增长 703%, 达到 3886 万元, 费用率同比提升 5 个百分点, 是推动期间费用支出增加的主要因素; 2) 由于推广净水器产品及开拓外埠污水处理工程服务市场, 公司的销售费用同比增长 122%, 达到 2949 万元, 费用率上升 1 个百分点, 是推动期间费用支出增加的次要因素; 3) 上半年公司管理费用支出为 7529 万元, 同比增长 22.17%, 其增长率基本与公司营业收入增长同步。

表 1: 碧水源中报期间费用拆分: 财务费用和销售费用大幅上升

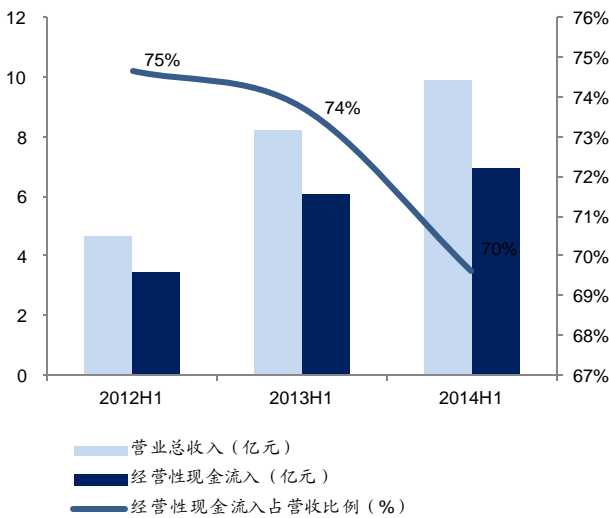
项目	2012H1	2013H1	2014H1
销售费用 (亿元)	0.07	0.13	0.29
增长率 (%)	16.67%	85.71%	123.08%
销售费用率 (%)	1.50%	1.58%	2.92%
管理费用 (亿元)	0.61	0.62	0.75
增长率 (%)	79.41%	1.64%	20.97%
管理费用率 (%)	13.09%	7.53%	7.55%
财务费用 (亿元)	-0.30	-0.06	0.39
增长率 (%)	20.00%	-80.00%	750.00%
财务费用率 (%)	-6.44%	-0.73%	3.92%
期间费用合计 (亿元)	0.38	0.69	1.43
增长率 (%)	153.33%	81.58%	107.25%
期间费用率 (%)	8.15%	8.38%	14.39%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

现金流和应收账款有所恶化，关注下半年结算情况

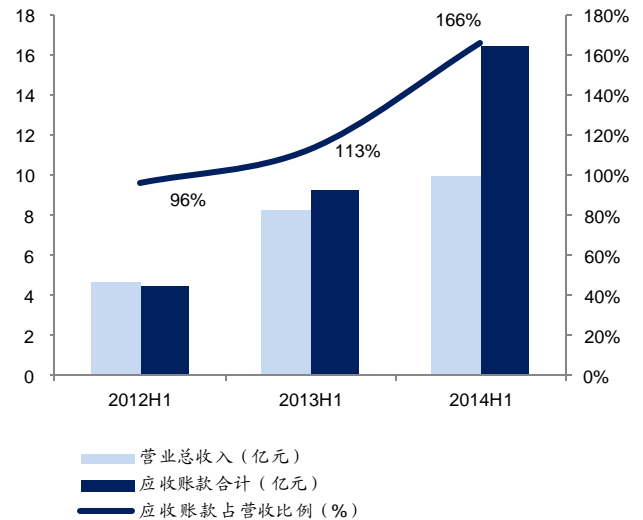
上半年公司经营性现金流入合计占营业收入比例为 70%，同比下降 4 个百分点，为近三年最低水平；而应收账款占营业收入比例为 175%，同比大幅上升 37 个百分点，为近三年最高水平。我们认为，上半年公司回款状况出现恶化主要是受到市政类工程结算周期因素影响，政府业主习惯于在年底集中进行工程结算，预计公司回款情况将在三季度开始好转。

图 5: 公司上半年经营性现金流: 经营性现金流入合计占营业收入比例为 70%，为近三年最低水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司上半年应收账款: 应收账款占营业收入比例为 175%，为近三年最高水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

工程项目竞标和外埠市场开拓形势良好，全年高速增长无虑

目前公司经营情况较好: 1) 上半年中标多个大型水处理项目, 如门头沟第二再生水厂、武汉三金潭等大型污水处理厂工程, 显示出公司工程竞标的情况比较乐观; 2) 公司通过设立云峰碧水源、天津碧水源、西安碧水源和贵州碧水源成功进入上海、天津、陕西和贵州等市场, 显示出公司市场开拓形势良好; 3) 报告期内公司研发空气净化器设备、升级净水器产品并扩建微滤、超滤和 DF 膜生产线, 为未来持续成长奠定基础。

表 2: 碧水源 14 年以来新成立外埠合资公司

公告日期	省份	公司	持股比例	目标市场	出资金额
2014/1/2	湖北	湖北汉源环境	40%	固废处理工程及环保设备	0.24
2014/1/3	上海	上海云峰碧水源	40%	污水处理及环保领域业务	0.8
2014/4/2	陕西	陕西碧水源兴水科技	49%	污水处理及环保领域业务	0.05
2014/4/2	广东	广东海清环境	29%	固废处理业务	0.29
2014/4/2	天津	天津碧水源	51%	污水处理及环保领域业务	0.26
2014/4/28	贵州	贵州碧水源	40%	城市及工业给水、排水处理等	0.4
2014/7/9	武汉	武汉水务环境科技	49%	净水、污水、固废处理等	0.15
合计					2.19

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

水处理市场空间巨大，膜法工艺契合提标政策需求，公司持续高增长可期

中国水环保行业的发展空间非常可观，从多个方面可以看出：1)《水污染防治行动计划》有望在下半年出台，有望带动污水处理设施建设和污水排放标准提升；2)中央 36 号文中提出，未来部分地区排放标准向地表四类靠近；3)中国境内水体纳污总能力约为 348 万吨 COD/年，但是目前不完全统计 COD 排放量就已经达到 3000 万吨/年，远超环境容纳能力。我们分析上述数据发现，未来水环境治理的政策重点将放在提升排放标准，切实改善环境质量方面，处理深度更高的膜法工艺与政策需求高度契合，MBR 与 CMF 技术的应用范围将更加广泛。公司作为膜法水处理行业的龙头，将获得更广阔市场空间，持续高增长可期。

顺应国家快速推进水务市场化改革趋势，公司有望进入新一轮成长周期

我们在中期策略中判断：中国环保产业将进入 2.0 时代，其重要特征之一便是环境治理的市场化改革快速推进，政府身份将逐渐由项目投资者向市场监管和标准制定者转型，未来政府向第三方采购环境服务和通过 PPP 模式进行环保项目投资将成为必然趋势。我们认为，这样的背景之下，碧水源的平台价值将逐渐显现：1)遍布全国的合资公司将成为接纳地方政府优质水务项目等环保资产的平台；2)公司有较强的融资能力，在地方政府财政紧张背景之下，合作空间广阔。未来碧水源有望发展成为“全国水务运营+水处理工程”龙头，目前正是公司进入新一轮成长期的重要转型时点。作为国内率先开始试点 PPP 模式的公司，碧水源拥有较强的经验优势，有望在环保治理市场化改革之下率先受益，快速完成转型。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 14-15 年 EPS 分别为 1.16 元和 1.68 元，按照昨日收盘价计算(28.19 元)，PE 分别为 24 倍和 16 倍。我们认为公司是环保股中最好的平台型公司，处在新一轮成长起点的转型期。由于市值较大，短期股价受市场风格影响更大，但中期转型进展和水务市场化改革进度加速或成为核心催化，一旦市场认为这一趋势明确，或启动新一轮 α 成长行情。

表 3: 碧水源 14 年以来新成立外埠合资公司

利润构成	2014H1	2013	2012	2011
单位	亿元	亿元	亿元	亿元
公司本部	0.70	5.50	2.27	2.13
膜公司	0.03	0.40	1.90	0.51
合资公司	-0.04	1.32	1.02	0.55
久安建设	0.21	0.81	0.24	0.10
门头沟(运营)	0.04	0.08	0.13	0.12
净水器	0.00	0.27	0.05	0.01
普瑞奇(工业水)	0.04	0.05	0.02	0.01
租赁	0.00	0.12	0.00	0.00
无锡丽阳	-0.10	-0.14	0.00	0.00
投资收益(其他)	0.50	1.10	0.21	0.05
合计并表利润	1.38	9.51	5.84	3.48

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2172	6187	10453	15481
应收款项	1375	1998	3032	4451
存货净额	193	431	657	964
其他流动资产	89	146	221	325
流动资产合计	3829	8762	14363	21221
固定资产	355	450	552	552
无形资产及其他	281	270	259	247
投资性房地产	2161	2161	2161	2161
长期股权投资	1507	1707	2007	2307
资产总计	8133	13350	19341	26489
短期借款及交易性金融负债	750	1000	1000	1000
应付款项	952	1380	2102	3084
其他流动负债	907	1376	2095	3085
流动负债合计	2609	3756	5197	7168
长期借款及应付债券	353	3353	6353	9353
其他长期负债	48	48	48	48
长期负债合计	400	3400	6400	9400
负债合计	3010	7156	11597	16569
少数股东权益	282	423	627	918
股东权益	4841	5771	7117	9002
负债和股东权益总计	8133	13350	19341	26489

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.94	1.16	1.68	2.35
每股红利	0.11	0.29	0.42	0.59
每股净资产	5.43	5.39	6.65	8.41
ROIC	20%	25%	37%	55%
ROE	17%	21%	25%	28%
毛利率	37%	36%	36%	36%
EBIT Margin	29%	28%	28%	28%
EBITDA Margin	30%	29%	29%	29%
收入增长	77%	55%	52%	47%
净利润增长率	49%	48%	45%	40%
资产负债率	40%	57%	63%	66%
息率	0.4%	1.3%	1.8%	2.6%
P/E	29.0	23.6	16.3	11.6
P/B	5.0	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	29.6	25.6	19.1	14.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3133	4861	7377	10831
营业成本	1968	3092	4702	6883
营业税金及附加	82	97	148	217
销售费用	37	58	89	135
管理费用	152	245	365	553
财务费用	51	63	147	210
投资收益	255	338	425	467
资产减值及公允价值变动	(51)	(40)	(30)	(30)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1048	1604	2321	3269
营业外净收支	20	20	30	30
利润总额	1068	1624	2351	3299
所得税费用	128	244	353	495
少数股东损益	100	141	204	291
归属于母公司净利润	840	1239	1795	2513

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	840	1239	1795	2513
资产减值准备	29	24	14	5
折旧摊销	32	52	66	76
公允价值变动损失	51	40	30	30
财务费用	51	63	147	210
营运资本变动	(1172)	3	120	146
其它	60	117	190	287
经营活动现金流	(161)	1475	2214	3056
资本开支	(54)	(200)	(200)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(550)	(400)	(500)	(400)
权益性融资	168	0	0	0
负债净变化	353	1500	1500	1500
支付股利、利息	(96)	(310)	(449)	(628)
其它融资现金流	297	250	0	0
融资活动现金流	979	2940	2551	2372
现金净变动	268	4016	4266	5028
货币资金的期初余额	1904	2172	6187	10453
货币资金的期末余额	2172	6187	10453	15481
企业自由现金流	(407)	1019	1748	2709
权益自由现金流	243	2715	3124	4030

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸		计算机	
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706	孙艺峻	010-88005323
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
				许樱之	18688989863