污水处理膜技术龙头 高增长可期

碧水源 (300070.SZ)

分析师：李晶
执业证书编号：S0050510120015
Tel：010-59355904
Email：lijing@chinans.com.cn

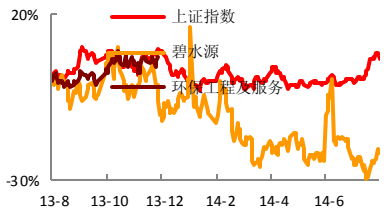
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	首次
目标价格：	

市场数据

市价(元)	27.94
上市的流通 A 股(亿股)	6.47
总股本(亿股)	10.7
52 周股价最高最低(元)	49.08-24.74
上证指数/深证成指	2187.67/ 7872.95
2013 年股息率	0%

52 周相对市场改变



相关研究

投资要点：

- **碧水源(300070)2014 年上半年净利润同比增长 33%。**上半年公司实现营收 9.9 亿元，归属于母公司股东的净利润 1.36 亿元，同比增长 21%、33%，每股收益 0.13 元，毛利率 34.22%，同比提升 4.84 个百分点，净利率 15.74%，同比下降 0.62 个百分点，加权净资产收益率 2.76%，同比提升 0.17 个百分点。

- **经营活动净现金流负增长，资金链趋于紧张。**上半年公司实现经营活动产生的净现金流-4.66 亿元，同比下降 26%。应收账款 16.5 亿元，同比增长 77%，存货 2.9 亿元，同比增长 70%。受到宏观经减速、公司主要客户为政府客户的影响，上半年资金回款速度放缓，同时业务存在季节性特征，上半年为业务结算淡季。受此影响，公司资金营运效率下降，资金链趋于紧张。

- **业务结构改善，毛利率提升。**上半年公司第一大主业污水处理整体解决方案业务收入为 6.2 亿元，同比增长 75.99%，毛利率 43.3%，同比下降 1.3 个百分点；市政与给排水工程业务收入 2.8 亿元，同比下降 22%，毛利率 16.9%，同比提升 1.5 个百分点，收入占比由去年同期的 52.4%降至 34.4%。净水器业务收入 3032 万元，同比下降 19%，毛利率 42.85%，同比下降 1 个百分点，收入占比 3.05%，同比下降 1.5 个百分点。上半年由于污水处理整体解决方案业务增长较快，同时受业务结算较慢影响市政及给排水业务收入下滑，带动公司综合盈利能力明显提升。

- **期间费率上升侵蚀利润空间。**上半年公司期间费率为 14.45%，同比提升 6 个百分点，其中销售费率 2.97%，同比增加 1.3 给百分点，管理费率 7.57%，同比基本持平，财务费率 3.91%，同比增加 4.69 个百分点（2013 年中期为-0.78%）。从绝对数额同比增幅来看，销售费用、管理费用、财务费用同比分别增长 122%、22%、704%，主要原因是子公司北京碧水源净水科技有限公司为推广净水器产品而增加了销售费用，另外母公司外埠业务增加，导致营业费用增加，业务增长带来管理费用的同步增长，报告期内公司及控股子公司短期流动资金贷款及项目贷款增加，计提的利息费用增加。期间费率的增加，是净利率由同期的 2.4%降至 1.9%的主要原因。

- **看好污水处理及再生水需求市场。**随着生态文明建设的推进，污水处理行业迎来发展机遇。目前环保部正在编制的《水污染防治计划》预计下半年出台，预期投入 2 万亿元，并以消灭劣五类水体为主要目标。据国家环保总局环境规划院、国家信息中心的分析预测，在处理水平正常提高的情况下，“十二五”和“十三五”期间我国废水治理投入（含治理投资和运行费用）合计将分别达到 10,583 亿元和 13,922 亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到 4,355 亿元和 4,590 亿元。未来十年，用于水污染治理的投资仍将继续保持较快的增长，水污染治理行业的发展空间巨大。同时，再生水是解决我国水资源紧缺的主要途径之一，再生水需求的释放有利于膜技术的推广应用。

- **公司是膜技术行业龙头，业务高增长可期。**公司主营业务是污水处理与污水资源化技术开发、核心设备制造和应用，主要采用膜技术为客户提供一揽子整体技术解决方案，并制造核心膜组器系统和核心部件膜材料。同时，公司还有市政给排水工程服务，加

大净水器业务的生产销售。公司是膜生物反应器行业的龙头，利用市场需求释放的契机和本身的技术优势、PPP 模式迅速实现业务拓展。随着污水治理需求的释放、公司产能的扩张，业务规模高增长可期。

- **DF 膜技术商业化应用可望带动净水器及污水资源化业务增长。**上半年净水器业务以消化库存为主，实现收入 3032 万元，同比下降 19%。随着 DF 膜技术的预期突破，有望应用于家用净水器产品，具有出水率高、节省成本的优势，对传统净水器产品具有替代作用，预计将带动净水器业务实现 14 年三至五倍的增长，同时带动再生水业务的拓展。
- 盈利预测：预计 2014-2016 年 EPS 为 1.11、1.57、2.08 元，对应 2014 年 PE 为 25 倍，具有较高安全边际。看好公司技术及商业模式优势，随着污水处理市场需求的释放，公司将获得快速成长。首次给予“买入”评级。
- 风险提示。行业竞争趋于激烈、业务拓展速度低于预期。

公司财务数据及预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,133	4,838	6,920	9,410
增长率(%)	76.87%	54.41%	43.04%	35.98%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	840	1,193	1,682	2,228
增长率(%)	49.33%	42.04%	40.96%	32.50%
毛利率%	37.20%	37.47%	38.60%	38.78%
净资产收益率(%)	17.35%	19.98%	21.97%	22.55%
EPS(元)	0.94	1.11	1.57	2.08
P/E(倍)	29.65	25.06	17.78	13.42
P/B(倍)	6.18	5.01	3.91	3.03

数据来源：民族证券

财务预测

资产负债表				
单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	**3,829**	**5,549**	**8,553**	**12,338**
现金	2,172	1,983	2,404	2,691
应收账款	1,290	2,651	4,740	7,734
其它应收款	85	186	265	361
预付账款	88	159	228	309
存货	193	571	916	1,242
其他	1	0	0	0
非流动资产	**4,304**	**5,345**	**6,240**	**7,259**
长期投资	1,507	1,507	1,507	1,507
固定及无形资产	683	1,451	2,076	2,823
其他	16	34	48	66
资产总计	**8133**	**10895**	**14793**	**19597**
流动负债	**2,609**	**3,843**	**5,576**	**7,548**
短期借款	750	1,210	1,730	2,353
应付账款	952	978	1,374	1,862
其他	824	1,451	2,076	2,823
非流动负债	**400**	**658**	**941**	**1,279**
长期借款	353	581	830	1,129
其他	44	67	96	131
负债合计	**3,010**	**4,500**	**6,517**	**8,827**
少数股东权益	282	423	624	889
归属母公司股东权益	4,841	5,971	7,653	9,881
负债和股东权益	**8133**	**10895**	**14793**	**19597**

现金流量表				
单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	**699**	**9**	**307**	**301**
净利润	940	1,335	1,882	2,493
资产减值损失				
折旧摊销	**32**	**49**	**71**	**96**
公允价值变动收益				
财务费用	51	87	125	169
投资损失	-255	-255	-255	-255
营运资本变化	-115	-1,273	-1,616	-2,343
递延税款变化				
投资活动现金流	**-1,612**	**-818**	**-695**	**-843**
资本支出	-259	-818	-695	-843
其他投资	-1,353	0	0	0
筹资活动现金流	**1,180**	**620**	**809**	**829**
短期借款	1,096	770	934	998
新发股份	153	0	0	0
分红	-33	-63	0	0
少数股东融资	15	0	0	0
财务费用	-51	-87	-125	-169
现金净增加额	268	-189	421	287

利润表				
单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,133	4,838	6,920	9,410
营业成本	1,968	3,025	4,249	5,761
营业税金及附加	82	111	159	216
销售费用	37	87	125	169
管理费用	152	218	311	423
财务费用	51	87	125	169
资产减值损失	51	79	112	153
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	255	255	255	255
营业利润	1,048	1,486	2,094	2,773
利润总额	1,068	1,517	2,138	2,833
所得税	128	182	256	340
净利润	940	1,335	1,882	2,493
少数股东损益	100	142	200	265
归属母公司净利润	840	1,193	1,682	2,228
EBITDA	927	1,446	2,146	2,936
EPS（元）	0.94	1.11	1.57	2.08

主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	76.87%	54.41%	43.04%	35.98%
营业利润	51.41%	41.80%	40.91%	32.43%
归属母公司净利润	49.33%	42.04%	40.96%	32.50%
获利能力				
毛利率	37.20%	37.47%	38.60%	38.78%
净利率	26.81%	24.66%	24.30%	23.68%
ROE	17.35%	19.98%	21.97%	22.55%
ROIC	12.59%	14.83%	16.47%	17.16%
偿债能力				
资产负债率	37.01%	41.31%	44.05%	45.04%
净负债比率				
流动比率	1.47	1.44	1.53	1.63
速动比率	1.39	1.30	1.37	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.44	0.47	0.48
应收帐款周转率	2.43	1.83	1.46	1.22
应付帐款周转率	10.20	5.30	4.64	4.64
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.11	1.57	2.08
每股经营现金	1.26	0.01	0.35	0.28
每股净资产	8.76	6.74	8.64	9.23
估值比率				
P/E	29.65	25.06	17.78	13.42
P/B	6.18	5.01	3.91	3.03
EV/EBITDA	32.25	20.68	13.93	10.19

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

李晶，管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)