

碧水源(300070) 2014年中报点评

## 业绩延续良好增势, 独特模式持续开拓

### 投资要点

- 业绩总结:** 2014年1-6月, 公司实现营业收入9.94亿元, 同比增长20.79%; 营业利润1.80亿元, 同比增长20.25%; 归属于母公司的净利润1.36亿元, 同比增长33.00%; 每股收益0.13元。
- 营收利润持续增长, 综合毛利率同比上升。** 上半年公司营业收入及利润持续增长, 综合毛利率为34.22%, 同比提高4.95个百分点, 保持较好的盈利水平。我们认为净利润增速高于营业收入增速主要是因为: 1) 综合毛利率提升; 2) 上半年投资联营企业经营情况良好以及公司BT项目确认的投资收益增加导致投资收益大幅增长(4,778万元, +116.24%)等所致。
- 污水处理整体解决方案业务大幅增长, 净水器销售低于预期。** 主营业务中污水处理整体解决方案实现收入6.22亿元, 同比大幅增长75.99%, 收入占比提升19.61个百分点至62.51%; 毛利率为43.34%, 同比小幅下降1.43个百分点, 维持在较高的水平, 我们认为毛利率较高的污水处理业务占比大幅提升是公司综合毛利率提升的主要原因。市政与给排水工程(3.42亿元, -20.57%)及净水器销售(0.32亿元, -19.31%)收入呈现不同程度下降, 表现低于预期; 毛利率分别为16.91%和42.85%, 均有小幅提升。
- 期间费用及应收账款增长较大。** 上半年公司期间费用率达14.45%, 同比大幅上升了6.13个百分点, 主要是由于推广净水器产品及外埠业务增加等使销售费用大幅上升(0.29亿元, +121.67%), 贷款等增加导致利息费用大幅增加(0.39亿元, 703.58%), 致使销售费用率和财务费用率分别同比上升1.35和4.69个百分点至2.97%和3.91%。另一方面, 公司应收账款同比增长28.87%, 达到16.46亿元。目前公司处于快速扩张阶段, 资本支出及应收账款均有大幅增长, 但我们认为公司具备相应融资实力可解决资金问题: 1) 资产负债率处于36.30%的较低水平; 2) 主要客户资源较优, 回款风险较小; 3) 与国开行北京分行的金融合作能够为公司业务扩张提供资金保障。
- “碧水源”模式持续开拓市场, 推动膜技术产品获得更广泛应用。** 公司在巩固各地已有市场的基础上, 2014年又通过投资设立分公司方式进入上海、天津环渤海等地水务市场, 延续独特的混合所有制“PPP”模式, 进一步扩大公司市场份额, 并推动膜技术产品的广泛应用。我们认为“碧水源”特有模式将能继续复制于全国的更多地区, 未来几年公司仍将有希望维持较快的业绩增长。在技术研发方面, 公司在MBR与CMF应用工艺, 工业污水处理等研发与运用领域取得了突破, 形成了覆盖面广、产业链完整的膜技术体系。
- 盈利预测及投资评级:** 我们预计公司2014-2016年EPS分别为1.12元、1.47元和1.94元, 对应最新收盘价28.19元计算, 动态市盈率分别为25倍、19倍和15倍, 维持公司“买入”的投资评级。
- 风险提示:** 竞争导致毛利率下滑; 应收账款回款慢; 过度依赖地方政府投资。

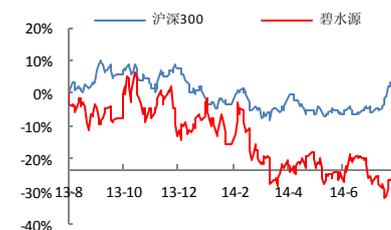
指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3133.27	4516.38	6071.43	8133.78
增长率	76.87%	44.14%	34.43%	33.97%
归属母公司净利润(百万元)	839.91	1200.80	1576.47	2078.49
增长率	49.33%	42.97%	31.28%	31.84%
每股收益EPS(元)	0.78	1.12	1.47	1.94
净资产收益率ROE	17.35%	20.08%	21.12%	22.06%
PE	35.92	25.13	19.14	14.52
PB	6.23	5.05	4.04	3.20

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王恭哲  
执业证号: S1250513060003  
电话: 010-57631225  
邮箱: wgz@swsc.com.cn  
研究助理: 王颖婷  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn

### 相对指数表现



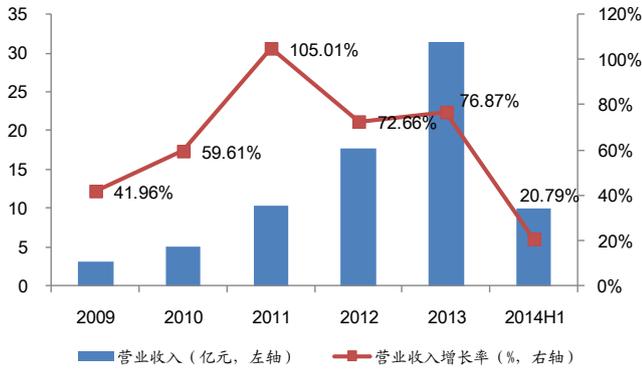
数据来源: 西南证券

### 基础数据

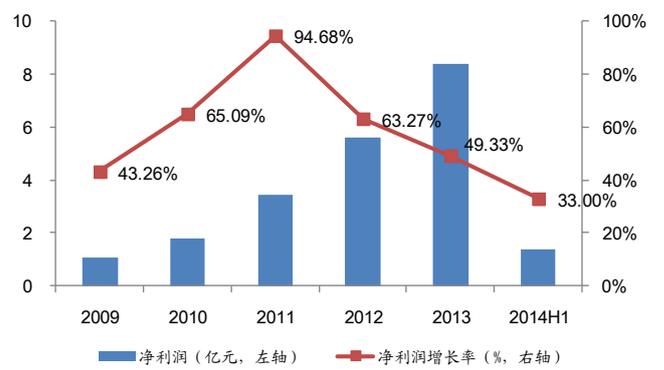
总股本(亿股)	10.7
流通A股(亿股)	6.47
52周内股价区间(元)	24.74-40.82
总市值(亿元)	301.74
总资产(亿元)	82.22
每股净资产(元)	4.62

### 相关研究

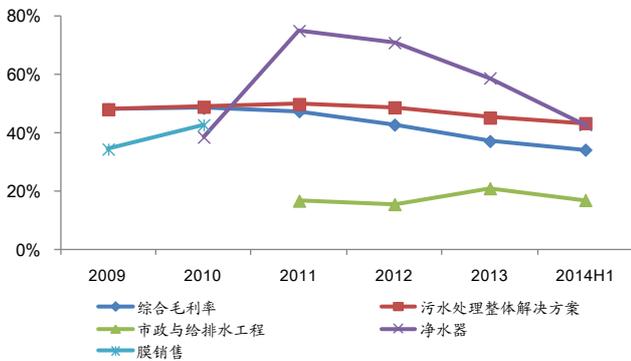
- 碧水源(300070): 业绩持续高增长, 给排水工程业务取得突破 (2014-03-31)
- 碧水源(300070): 业绩增速放缓, 待合资公司发力 (2013-07-31)

**图 1: 公司 2009-2014H1 收入及增速**


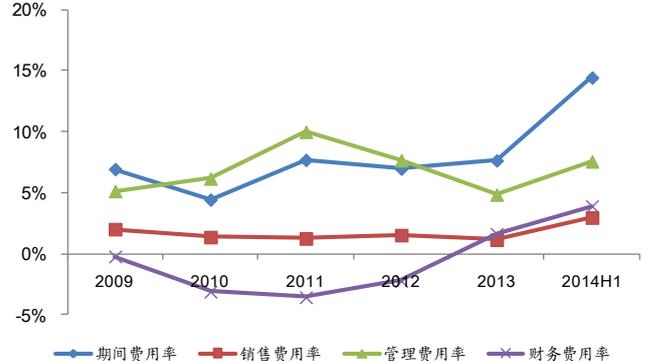
数据来源: 公司公告,西南证券

**图 2: 公司 2009-2014H1 归属母公司所有者净利润及增速**


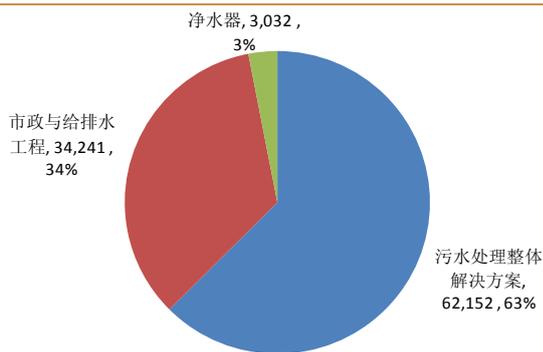
数据来源: 公司公告,西南证券

**图 3: 公司 2009-2014H1 主营业务毛利率情况 (单位: %)**


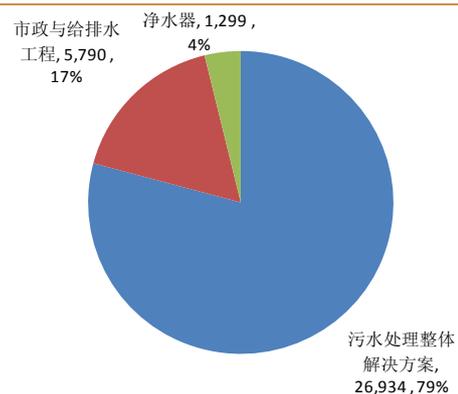
数据来源: 公司公告,西南证券

**图 4: 公司 2009-2014H1 期间费用率情况 (单位: %)**


数据来源: 公司公告,西南证券

**图 5: 公司 2014H1 主营业务收入占比情况 (单位: 万元, %)**


数据来源: 公司公告,西南证券

**图 6: 公司 2014H1 主营业务毛利占比情况 (单位: 万元, %)**


数据来源: 公司公告,西南证券

**附：财务预测表 (单位：百万元)**

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1918.89	2258.19	3035.72	4066.89	营业收入	3133.27	4516.38	6071.43	8133.78
应收和预付款项	1462.95	1855.62	2594.96	2909.21	减:营业成本	1967.71	2841.89	3860.03	5157.75
存货	192.89	412.15	409.65	688.43	营业税金及附加	82.02	109.44	147.12	197.09
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	36.51	52.62	70.74	94.77
长期股权投资	1506.68	1831.68	2231.68	2681.68	管理费用	152.10	219.24	294.73	394.85
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	51.18	70.87	85.04	91.61
固定资产和在建工程	355.03	778.19	1196.34	1584.49	资产减值损失	50.90	55.00	60.00	65.00
无形资产和开发支出	327.30	343.83	357.15	369.36	加投资收益	255.10	325.00	400.00	450.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>7862.59</b>	<b>9679.86</b>	<b>12125.49</b>	<b>14800.06</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	750.00	1036.02	1147.39	1249.94	<b>营业利润</b>	<b>1047.96</b>	<b>1492.32</b>	<b>1953.77</b>	<b>2582.71</b>
应付和预收款项	1035.39	1294.33	1976.63	2384.60	加:其他非经营损	19.96	20.00	25.00	25.00
长期借款	352.50	352.50	352.50	352.50	<b>利润总额</b>	<b>1067.92</b>	<b>1512.32</b>	<b>1978.77</b>	<b>2607.71</b>
其他负债	601.76	603.14	603.14	603.14	减:所得税	128.04	178.10	236.82	323.66
<b>负债合计</b>	<b>2739.65</b>	<b>3285.98</b>	<b>4079.66</b>	<b>4590.18</b>	净利润	939.88	1334.23	1741.95	2284.06
股本	891.45	891.45	891.45	891.45	减:少数股东损益	99.97	133.42	165.49	205.56
资本公积	1935.73	1935.73	1935.73	1935.73	归属母公司股东	839.91	1200.80	1576.47	2078.49
留存收益	2014.26	3151.77	4638.24	6596.73	<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	4841.44	5978.95	7465.42	9423.91	经营性现金净流	680.43	692.29	1335.80	1630.72
少数股东权益	281.50	414.92	580.41	785.98	投资性现金净流	-1573.84	-511.62	-506.75	-506.75
<b>股东权益合计</b>	<b>5122.95</b>	<b>6393.88</b>	<b>8045.83</b>	<b>10209.89</b>	筹资性现金净流	1169.95	158.63	-51.52	-92.80
负债和股东权益合计	7862.59	9679.86	12125.49	14800.06	<b>现金流量净额</b>	<b>276.54</b>	<b>339.30</b>	<b>777.53</b>	<b>1031.17</b>

数据来源: Wind, 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，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询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn