

盈利能力稳步提升，净水器业务表现亮眼

- **事件:** 2015年上半年公司实现营业收入10.54亿元,同比增长6.0%;实现利润总额2.07亿元,同比增长11.4%;实现归属于母公司的净利润1.53亿元,同比增长12.8%。每股收益0.14元。
- **营业收入稳步增长,净水器业务表现亮眼。** 上半年业务增长稳健,分项来看,占比最大的污水处理整体解决方案(6.72亿元,+8.1%)业绩增长良好;净水器(1.13亿元,+273.3%)业务增长显著,表现最为亮眼;市政与给排水工程业务收入(2.69亿元,-21.5%)有所下降。工程业务收入上半年受气候及节假日等因素影响收入确认有一定波动,业绩主要确认周期在第三、四季度,凭借公司充足的订单预计下半年业务有望企稳回升。
- **盈利水平进一步提升,期间费用随规模增长有所提升。** 上半年综合毛利率(37.3%,+3.0%)稳步提升。其中污水处理整体解决方案业务(41.36%,-2.0%)略有下降但仍保持较高盈利水平;市政与给排水工程业务(19.24%,+2.3%)盈利能力稳步提升;业绩增长最快的净水器业务(55.7%,+12.9%)盈利能力显著提升,带动整体盈利水平的提高。费用方面,期间费用率为17.98%,同比增长3.5个百分点。其中销售费用率(5.38%,+2.4%)增长较大主要系净水公司推广新产品及母公司外埠业务增加导致人员成本等较大幅增长所致;管理费用率(9.17%,+1.6%)有所增长主要系公司规模扩大以及并表公司增多所致;财务费用率(3.44%,-0.5%)略有下降。
- **国开行入驻助力再度飞跃,PPP项目及MBR+DF等新技术推广值得重点期待。** 作为环保板块市值及规模最大的上市公司,近期非公开发行尘埃落定,国家队入驻公司第三大股东助力水务巨头发展再度起航,后续公司落实各地PPP项目将更具优势及竞争力,凭借公司灵活的经营机制+充足的资金保障,公司发展有望再创新高。在新技术方面,公司持续开发新技术,在MBR与CMF应用工艺,工业污水处理等研发与运用领域取得突破,形成了覆盖面广、产业链完整的膜技术体系。目前公司重点打造及推广的MBR+DF技术可运用于给水、净水器以及中水回用领域,若后续推广顺利,预计将能广泛应用于各地,实现技术的突破及利润的新增长。
- **业绩预测与估值:** 预测公司2015年-2017年摊薄后的EPS分别为1.17元、1.69元和2.26元,对应PE为45x、31x和23x,后续PPP项目及MBR+DF等新技术推广值得重点期待,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 外延式扩张低于预期风险,新技术推广低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3449.16	5353.47	7762.54	10952.39
增长率	10.08%	55.21%	45.00%	41.09%
归属母公司净利润(百万元)	940.81	1437.81	2072.83	2776.07
增长率	12.01%	52.83%	44.17%	33.93%
每股收益EPS(元)	0.77	1.17	1.69	2.26
净资产收益率ROE	15.48%	10.52%	13.26%	15.21%
PE	68.87	45.06	31.26	23.34
PB	10.66	4.74	4.15	3.55

数据来源: Wind, 西南证券

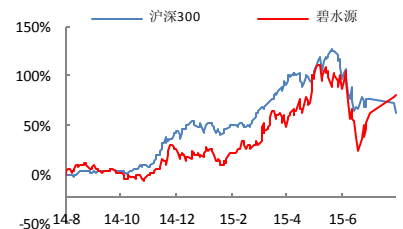
西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
 执业证号: S1250513070002
 电话: 010-57631198
 邮箱: pll@swsc.com.cn

分析师: 姚健
 执业证号: S1250515060002
 电话: 010-57631190
 邮箱: yaoj@swsc.com.cn

联系人: 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)	10.82
流通A股(亿股)	6.64
52周内股价区间(元)	26.96-64.35
总市值(亿元)	511.55
总资产(亿元)	108.94
每股净资产(元)	5.82

相关研究

1. 碧水源(300070): 尘埃落定,水处理龙头再起航 (2015-08-17)
2. 碧水源(300070): 收入小幅增长,待四季度业绩发力 (2014-10-27)
3. 碧水源(300070): 业绩延续良好增势,独特模式持续开拓 (2014-08-07)
4. 碧水源(300070): 业绩持续高增长,供排水工程业务取得突破 (2014-03-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3449.16	5353.47	7762.54	10952.39	净利润	940.81	1549.17	2233.38	2991.08
营业成本	2098.86	3267.85	4771.32	6831.19	折旧与摊销	48.77	97.42	106.60	167.80
营业税金及附加	58.18	108.23	156.94	221.42	财务费用	100.78	67.57	28.56	24.18
销售费用	61.48	85.66	124.20	175.24	资产减值损失	84.37	84.37	84.37	84.37
管理费用	201.37	312.56	453.21	639.44	经营营运资本变动	-667.47	-1057.85	-1430.86	-1677.19
财务费用	100.78	67.57	28.56	24.18	其他	266.85	727.50	954.06	1348.92
资产减值损失	84.37	84.37	84.37	84.37	经营活动现金流净额	786.43	1354.14	1811.68	2718.68
投资收益	317.80	325.00	400.00	450.00	资本支出	-1062.66	-630.00	-630.00	-630.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	305.08	11.01	11.01	11.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-757.58	-618.99	-618.99	-618.99
营业利润	1161.92	1752.24	2543.96	3426.55	短期借款	20950.00	-959.50	0.00	0.00
其他非经营损益	12.93	12.96	12.96	12.96	长期借款	-30250.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1174.85	1765.20	2556.92	3439.51	股权融资	0.00	147.80	0.00	0.00
所得税	161.17	216.03	323.54	448.43	支付股利	-63.29	-78.73	-113.50	-152.00
净利润	1013.68	1549.17	2233.38	2991.08	其他	9544.32	6018.57	-24.68	-18.71
少数股东损益	72.87	111.36	160.55	215.01	筹资活动现金流净额	181.03	5128.15	-138.17	-170.71
归属母公司股东净利润	940.81	1437.81	2072.83	2776.07	现金流量净额	209.87	5863.30	1054.52	1928.98
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1926.86	7790.16	8844.68	10773.66	成长能力				
应收和预付款项	1942.15	2163.83	2810.89	3000.95	销售收入增长率	12.94%	55.21%	45.00%	41.09%
存货	275.14	293.18	364.93	438.74	营业利润增长率	8.97%	50.81%	45.18%	34.69%
其他流动资产	13.70	13.70	13.70	13.70	净利润增长率	7.31%	52.83%	44.17%	33.93%
长期股权投资	1436.11	1761.11	2161.11	2611.11	EBITDA 增长率	-	46.09%	39.46%	34.89%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	384.67	858.43	1324.20	1729.98	毛利率	39.15%	38.96%	38.53%	37.63%
无形资产和开发支出	1361.98	1336.48	1309.78	1281.87	三费率	10.54%	8.70%	7.81%	7.66%
其他非流动资产	2694.02	2693.97	2693.93	2693.89	净利率	29.39%	28.94%	28.77%	27.31%
资产总计	10034.62	16910.86	19523.22	22543.90	ROE	15.48%	10.52%	13.26%	15.21%
短期借款	959.50	0.00	0.00	0.00	ROA	12.66%	10.82%	13.22%	15.34%
应付和预收款项	1659.15	1793.19	2285.66	2467.27	ROIC	18.46%	20.80%	23.64%	25.48%
长期借款	965.75	965.75	965.75	965.75	EBITDA/销售收入	38.25%	36.00%	34.63%	33.11%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	3584.40	2758.94	3251.41	3433.02	总资产周转率	0.34	0.32	0.40	0.49
股本	1076.94	1229.46	1229.46	1229.46	固定资产周转率	11.32	29.98	62.50	20.67
资本公积	1904.02	7987.49	7987.49	7987.49	应收账款周转率	2.10	2.96	3.25	4.41
留存收益	3097.08	4456.15	6415.49	9039.55	存货周转率	7.63	11.15	13.07	15.57
归属母公司股东权益	6078.03	13668.38	15627.72	18251.78	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.95	—	—	—
少数股东权益	372.18	483.54	644.09	859.10	资本结构				
股东权益合计	6450.21	14151.92	16271.80	19110.88	资产负债率	35.72%	16.31%	16.65%	15.23%
负债和股东权益合计	10034.62	16910.86	19523.22	22543.90	带息债务/总负债	53.71%	35.00%	29.70%	28.13%
					流动比率	1.59	5.72	5.27	5.77
					速动比率	1.48	5.55	5.10	5.58
					股利支付率	6.73%	5.48%	5.48%	5.48%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	1319.37	1927.51	2688.20	3626.02	每股收益	0.77	1.17	1.69	2.26
PE	68.87	45.06	31.26	23.34	每股净资产	4.94	11.12	12.71	14.85
PB	10.66	4.74	4.15	3.55	每股经营现金	0.64	1.10	1.47	2.21
PS	18.79	12.10	8.35	5.92	每股股利	0.05	0.06	0.09	0.12
EV/EBITDA	44.22	31.32	22.57	16.70					
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@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 楼

邮编：100033

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn