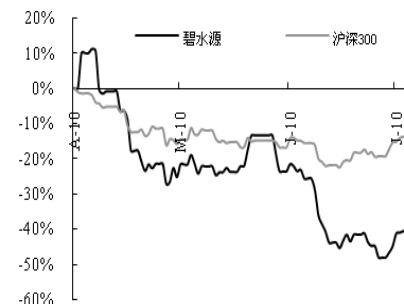



水务环保
Light Manufacturing
2010 年 7 月 29 日
市场数据 2010 年 7 月 28 日

当前价格(元)	90.7
52 周价格区间(元)	77.01
总市值(百万)	13332.90
流通市值(百万)	3355.90
总股本(万股)	14700
流通股(万股)	3700
日均成交额(百万)	205
近一月换手(%)	115.41
Beta(2 年)	——
第一大股东	文剑平
公司网址	www.originwater.com

一年期收益率比较


表现%	1m	3m
碧水源	-19.7	-39.3
沪深 300	4.7	-6.4

相关报告

碧水源定价估值报告

秦燕
+86 755 21517964
qinyan@jyzq.cn

执业证书编号

秦燕: S1080208070047
碧水源 (300070)
一上半年增幅合理, 精彩还看下半年
评级: 增持

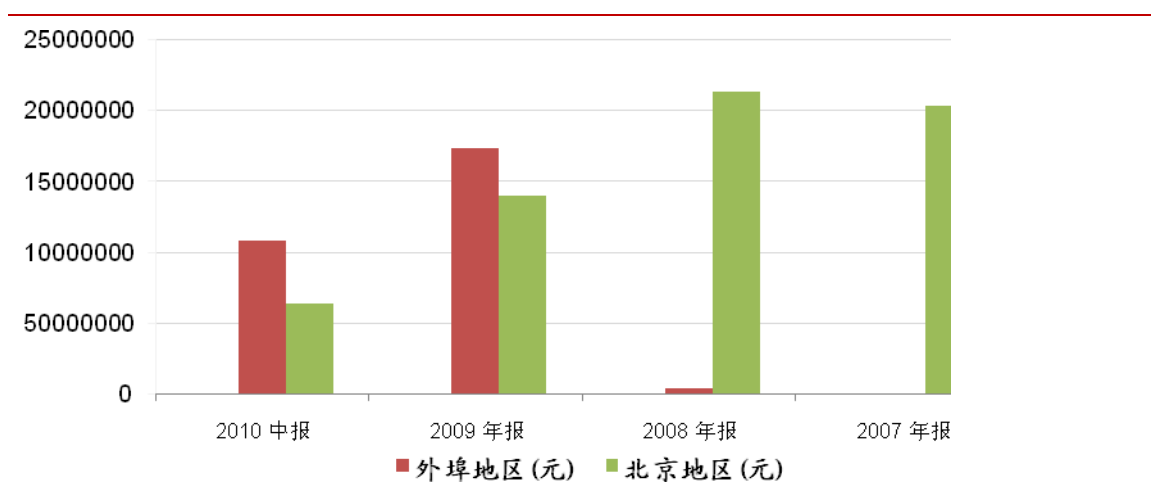
- **公司公布 2010 年上半年年报**, 上半年公司营业收入 1.71 亿元, 同比增长 62.53%; 营业利润 5531 万元, 同比增长 44.66%; 净利润 4748 万元, 同比增长 40.56%; 扣除非经常性损益后净利润 4764 万元, 同比增长 41.26%; 每股收益 0.39 元, 上半年不分配, 不转增。
- **外埠收入大增, 公司面向全国布局** 公司 2008 年的收入全部来源于北京地区, 公司在北京地区已经处于绝对的垄断地位, 不过公司立足长远发展, 2009 年陆续在云南、江苏等地成立分中心, 2009 年公司收入利润的一半来自于外埠, 今年上半年外埠收入后来居上超过北京地区收入。今年公司计划在武汉成立分中心, 并以北京为中心面向全国扩张。
- **整体毛利率略有降低** 报告期内, 公司收入较上年同期大幅增加, 但营业成本较上年同期增幅大于收入增幅, 导致整体毛利率同比降低, 主要原因是承接的昆明第四污水处理厂改造项目是以 EPC 方式承接的工程总包项目, 其收入涵盖了该项目的土建等分包工程, 土建毛利率偏低因而导致了整体毛利率的下降, 但上半年公司的核心技术与产品毛利率并未出现下降。
- **费用控制合理, 超募资金大幅降低财务费用** 公司加强了费用控制, 销售费用率和管理费用率环比都有所下降, 而新的分厂及分公司成立导致管理费用同比上升, 预计随着新产能的释放, 收入的提升能降低管理费用率。
- **新产能投产将大幅增加公司业绩** 由于公司前期以自有资金先期投入募投项目, 故公司的募投项目已于 2010 年 6 月 30 日部分投产, 预计 2010 年下半年能实现年产 200 万平方米 PVDF 带衬微滤膜、年产 100 万平方米超滤膜生产线的规模化生产能力, 实现年内膜材料、膜组器的完全自给, 进一步提升公司业绩。
- **投资建议:** 行业特性使得公司每年上半年收入远低于下半年, 预计公司 2010 年下半年业绩较上半年将更亮眼, 全年收入利润同比增幅在 70% 左右。预计公司 3 年内都将维持 70% 左右的复合增长率, 具有长期投资的价值, 2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 1.36 元, 2.47 元及 4.19 元, 对应的动态 PE 分别为 66.6 倍, 36.7 倍及 21.6 倍, 维持公司“增持”评级

外埠收入大增，公司面向全国布局

上半年公司营业收入 1.71 亿元，同比增长 62.53%；营业利润 5531 万元，同比增长 44.66%；净利润 4748 万元，同比增长 40.56%；扣除非经常性损益后净利润 4764 万元，同比增长 41.26%；每股收益 0.39 元。

从收入构成来看，公司 2008 年的收入全部来源于北京地区，公司在北京地区已经处于绝对的垄断地位，不过公司立足长远发展，2009 年陆续在云南、江苏等地成立分中心，2009 年公司收入利润的一半来自于外埠，今年上半年外埠收入后来居上超过北京地区收入。今年公司计划在武汉成立分中心，并以北京为中心面向全国扩张。

图表 1 公司分地区收入构成

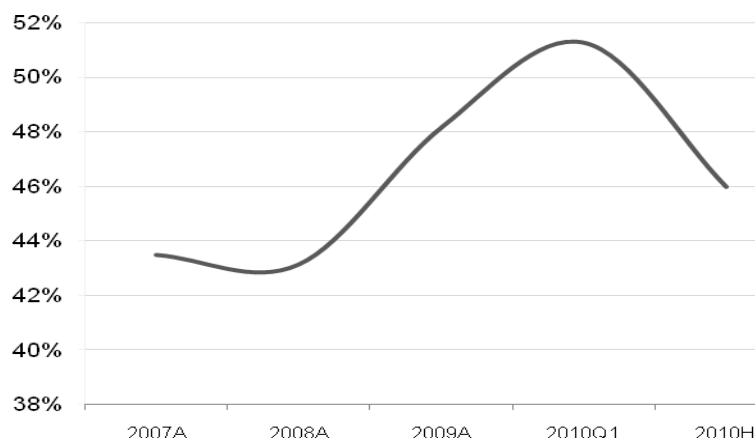


资料来源：公司公告，金元证券研究所

整体毛利率略有降低

报告期内，公司收入较上年同期大幅增加，但营业成本较上年同期增幅大于收入增幅，导致整体毛利率同比降低，主要原因是承接的昆明第四污水处理厂改造项目是以 EPC 方式承接的工程总包项目，其收入涵盖了该项目的土建等分包工程，土建毛利率偏低因而导致了整体毛利率的下降，但上半年公司的核心技术与产品毛利率并未出现下降。

图表 2 公司毛利率同比降低

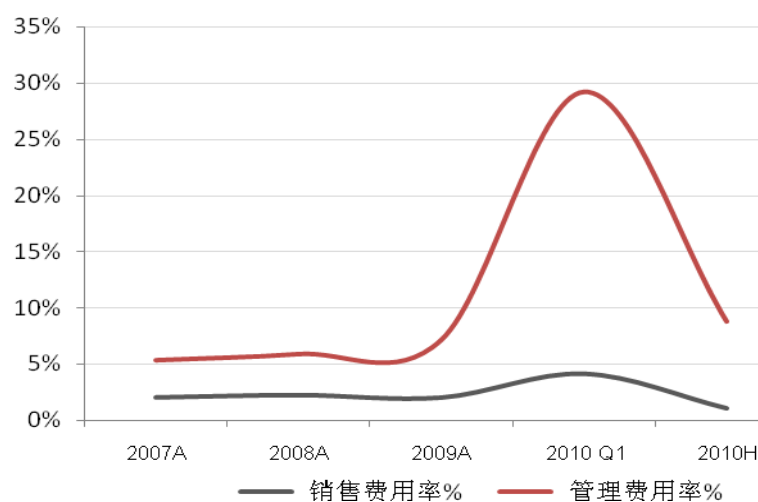


资料来源：公司公告，金元证券研究所

费用控制合理，超募资金大幅降低财务费用

公司加强了费用控制，销售费用率和管理费用率环比都有所下降，而新的分厂及分公司成立导致管理费用同比上升，预计随着新产能的释放，收入的提升能降低管理费用率。

图表 3 公司费用控制合理



资料来源：公司公告，金元证券研究所

由于公司超募资金较多，目前超募的资金尚未有合适的投资计划，闲置资金产生的财务费用大幅下降。

新产能的投产将大大提升公司业绩

由于公司前期以自有资金先期投入募投项目，故公司的募投项目已于 2010 年 6 月 30 日部分投产，预计 2010 年下半年能实现年产 200 万

平方米 PVDF 带衬微滤膜、年产 100 万平方米超滤膜生产线的规模化生产能力，实现年内膜材料、膜组器的完全自给，进一步提升公司业绩。

投资建议及意见

由于公司项目甲方一般都是政府投资方，故公司收入受季节性影响较大。一般政府基础建设项目 1 季度是立项期，2 季度是讨论审核期，3 季度是投标期，4 季度签约付款，行业特性使得公司每年上半年收入远低于下半年，预计公司 2010 年下半年业绩较上半年将更亮眼，全年收入利润同比增幅在 70%左右。

预计公司 3 年内将维持 70%左右的复合增长率，具有长期投资价值，2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 1.36 元，2.47 元及 4.19 元，对应的动态 PE 分别为 66.6 倍，36.7 倍及 21.6 倍，维持公司“增持”评级。

图表 5 近 3 年盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011	2012
一、营业收入	20,656.55	22,087.96	31,356.33	53,418.80	94,017.09	165,400.44
减：营业成本	11,676.14	12,563.27	16,260.18	27,243.59	47,948.72	84,354.23
营业税金及附加	369.31	314.92	490.39	850.69	1,497.22	2,634.00
销售费用	418.60	493.70	633.82	1,335.47	1,880.34	3,308.01
管理费用	687.41	810.98	1,612.90	2,419.35	2,903.22	3,483.86
财务费用	-145.33	-380.64	-68.74	-3,096.89	-4,883.80	-5,001.62
资产减值损失	111.13	171.15	-4.02	15.34	55.61	97.79
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-7.77	-10.42	6.82	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	7,531.52	8,104.15	12,438.62	24,651.25	44,615.78	76,524.18
加：营业外收入	89.00	717.40	0.12	0.14	0.17	0.21
减：营业外支出	1.41	24.43	0.51	0.62	0.74	0.89
三、利润总额	7,619.11	8,797.12	12,438.22	24,650.77	44,615.21	76,523.50
减：所得税费用	556.27	1,329.80	1,674.76	4,190.63	7,584.59	13,008.99
四、净利润	7,062.84	7,467.32	10,763.46	20,460.14	37,030.62	63,514.50
归属母公司净利润	7,060.86	7,482.31	10,719.22	20,050.94	36,290.01	61,609.07
少数股东损益	1.98	-14.99	44.24	409.20	740.61	1,905.44
五、总股本(万股)	11,000.00	11,000.00	11,000.00	14,700.00	14,700.00	14,700.00
六、摊薄每股收益(元/股)	0.64	0.68	0.97	1.36	2.47	4.19

资料来源：金元证券研究所

图表 6 近 3 年财务报表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2008	2009	2010	2011	2012	会计年度	2008	2009	2010	2011	2012
流动资产	219.8	400.8	2,972.7	3,177.3	3,853.9	一、营业收入	220.9	313.6	534.2	940.2	1,654.0
货币资金	144.1	265.2	2,812.2	2,881.1	3,319.0	减: 营业成本	125.6	162.6	272.4	479.5	843.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	3.1	4.9	8.5	15.0	26.3
应收款项	34.0	57.8	73.2	128.8	226.6	销售费用	4.9	6.3	13.4	18.8	33.1
预付款项	19.3	28.3	37.3	65.7	115.6	管理费用	8.1	16.1	24.2	29.0	34.8
存货	67.6	67.6	68.1	119.9	210.9	财务费用	-3.8	-0.7	-31.0	-48.8	-50.0
其他流动资产	-45.3	-18.1	-18.1	-18.1	-18.1	资产减值损失	1.7	0.0	0.2	0.6	1.0
非流动资产	34.2	64.5	106.6	289.2	555.8	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	35.7	34.9	116.7	282.6	518.0	二、营业利润	81.0	124.4	246.5	446.2	765.2
在建工程	0.0	25.0	125.7	226.5	127.2	加: 营业外收入	7.2	0.0	0.0	0.0	0.0
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	28.0	46.7	46.7	46.7	46.7	三、利润总额	88.0	124.4	246.5	446.2	765.2
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	13.3	16.7	41.9	75.8	130.1
资产总计	284.3	507.4	3,261.8	3,733.1	4,545.9	四、净利润	74.7	107.6	204.6	370.3	635.1
流动负债	49.4	156.2	153.0	254.0	431.6	归属母公司净利润	74.8	107.2	200.5	362.9	616.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益与调整	-0.1	0.4	4.1	7.4	19.1
应付账款	33.8	70.5	59.7	105.1	184.9	五、总股本(万股)	110.0	110.0	147.0	147.0	147.0
预收帐款	1.3	65.6	73.2	128.8	226.6	EPS(元)	0.68	0.97	1.36	2.47	4.19
其他	14.2	20.1	20.1	20.1	20.1						
长期负债	0.0	13.0	13.0	13.0	13.0	主要财务比率					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2008	2009	2010	2011	2012
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力					
其他	0.0	13.0	13.0	13.0	13.0	营业收入	6.9%	42.0%	70.4%	76.0%	75.9%
负债合计	49.4	169.2	166.0	267.0	444.6	营业毛利	6.1%	58.5%	73.4%	76.0%	75.9%
少数股东权益	15.3	17.0	21.1	28.5	47.6	EBIT	5.3%	56.3%	74.5%	84.5%	80.0%
股本	110.0	110.0	147.0	147.0	147.0	净利润	6.0%	43.3%	87.1%	81.0%	69.8%
资本公积	12.8	22.6	2,538.6	2,538.6	2,538.6	获利能力					
留存收益	96.7	188.6	389.2	752.1	1,368.1	毛利率	43.1%	48.1%	49.0%	49.0%	49.0%
股东权益合计	234.8	338.2	3,095.8	3,466.1	4,101.3	EBIT/收入	35.8%	39.4%	40.4%	42.3%	43.3%
负债和股东权益	284.3	507.4	3,261.8	3,733.1	4,545.9	净利率	33.9%	34.2%	37.5%	38.6%	37.2%
						ROE	34.1%	33.4%	6.5%	10.6%	15.2%
						ROIC	31.8%	31.8%	6.6%	10.7%	15.5%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						资产负债率	17.4%	33.3%	5.1%	7.2%	9.8%
会计年度	2008	2009	2010	2011	2012	利息保障倍数	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
经营活动现金流	105.4	135.0	162.8	320.8	588.7	速动比率	4.00	2.25	19.10	12.11	8.48
净利润	74.7	107.6	204.6	370.3	635.1	经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
折旧摊销	2.0	4.7	13.6	34.1	64.6	营运能力					
财务费用	-1.3	-2.0	-31.0	-48.8	-50.0	总资产周转率	0.78	0.62	0.16	0.25	0.36
投资损失	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	应收账款天数	55.43	66.40	49.32	49.32	49.32
营运资金变动	28.5	24.7	-28.1	-34.7	-61.1	存货天数	193.74	149.69	90.00	90.00	90.00
其它	1.4	0.0	3.5	0.0	0.0	每股指标(元)					
投资活动现金流	-41.8	-38.9	-199.7	-300.7	-200.7	EBIT/股本	0.72	1.12	1.47	2.71	4.87
资本支出	-39.6	-52.4	-199.7	-300.7	-200.7	每股经营现金流	0.96	1.23	1.11	2.18	4.00
长期投资	-2.2	1.1	0.0	0.0	0.0	每股净资产	2.00	2.92	20.92	23.39	27.58
其他	0.0	12.3	0.0	0.0	0.0	估值比率					
筹资活动现金流	-25.2	-3.3	2,584.0	48.8	50.0	P/E	133.34	93.08	66.50	36.74	21.64
债务融资	-25.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	45.45	31.06	4.34	3.88	3.29
权益融资	15.0	1.5	2,553.0	0.0	0.0	P/S	45.17	31.82	24.96	14.18	8.06
其它	-15.2	-4.8	31.0	48.8	50.0	EV/EBITDA	121.42	75.77	45.93	25.17	13.37
汇率变动影响	2.5	1.3	0.0	0.0	0.0						
现金净增加额	40.9	94.1	2,547.0	68.9	437.9						

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.