



上市公司简评研究报告

水务

下半年业绩释放

事件

公司今日公布 10 年中报：营业收入和归属于母公司净利润分别为 1.72 亿元、4748.2 万元，分别同比增长 62.5%和 40.6%，EPS 为 0.39 元，公司业绩符合市场预期。

简评

中报未体现业绩高速增长

尽管 1H2010 公司营业收入和净利润同比增速在 62.5%和 40.6%的较高位置，但未反映市场对公司业绩高速增长的预期，主要原因有二：（1）业务季节性波动较大，下半年是收入确认高峰期（市政项目的惯例）；（2）毛利率明显下降；

毛利率下降未反映核心业务真实情况，膜毛利率大幅超预期

1H2010 公司综合毛利率 46.0%，相比去年同期明显下降 4.8 个百分点，数据只是表面悲观，远非核心业务真实情况：（1）1H10 膜销售的毛利率高达 63.4%（预计销售价格在 200 元/平米以上，而进口产品价格高于 500 元/平），同比大幅提高 30 个百分点，应该说大幅高于市场预期，而且还是在产能利用率较低的情况下，后期还有提升空间；（2）公司承接的昆明第四污水处理厂改造项目是公司承接的第一个 EPC 承接的总包项目，其收入涵盖了对外分包的土建工程（污水处理厂投资的 20%—30%为土建工程），拉低了毛利率，而我们简单测算的剔除土建工程后的污水处理整体解决方案的毛利率至少在 51%以上，相对去年同期略有上升；

三项费用率明显下降

1H10 公司营业费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.07%、7.73%和 -0.07%，同比下降 0.74、2.70 和 0.22 个百分点，期间费用率同比大幅下降 3.66 个百分点至 9.5%，反映了公司良好的费用控制能力；

下半年快速增长可以期待

推动因素：（1）膜产能释放，预计全年膜产能利用约为设计产能的 40%，膜业务量增利升；（2）预计公司在手订单在 7—8 亿元，2010 年下半年为收入确认高峰期；

MBR 市场中长期增长看好

十二五期间，新增市场一个高位（城市污水处理厂投资景气高位）、两个加速（流域综合治理的配套污水处理厂建设投资和再生水厂建设投资）；在存量市场上，2011—12 年现有 MBR 膜技术污水处理厂进入膜材料的大规模更换周期；现有污水处理厂提标改造下 MBR 处理标准高推动对传统活性污泥法的替代需求（天津城区四大污水处理厂、昆明第四污水处理厂等的提标至一级 A 的改造转而使用 MBR 技术可窥一斑），行业中长期增长看好；

碧水源（300070）

首次评级

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440209110420

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

发布日期：2010 年 08 月 02 日

当前股价：90.70 元

目标价格 6 个月：120 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-15.9/-24.4	-40.0/-31.8	0.0/19.4
12 月最高/最低价（元）		176/0
总股本（万股）		14,700
流通 A 股（万股）		3,700
总市值（亿元）		133
流通市值（亿元）		33.56
近 3 月日均成交量（万）		178
主要股东		
文剑平		25.44%

股价表现





盈利预测与投资评级

考虑到公司核心业务毛利率基本符合我们的预期（即使膜毛利率超过预期，但剔除土建后的整体解决方案的毛利率相比去年应该是略有上升），我们维持 2010—12 年 1.24 元、2.20 元和 3.83 元的盈利预测，未来三年净利润的复合增长率高达 74%。首次给予公司“增持”投资评级，6 个月目标价格 120 元。未来可能的股价催化剂为大订单公布、环保政策公布、可能的股权激励。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	314	474	785	1,446
主营收入增长率	41.96%	51.2%	65.6%	84.2%
净利润（百万）	107	182	323	563
净利润增长率	43.26%	70.0%	77.3%	74.4%
EPS（元）	0.97	1.240	2.198	3.832
PE	113.71	81.76	49.68	28.72



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



分析师介绍

田东红：中南大学经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

郑 军：建筑建材行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，3 年证券从业经验，中级会计师；善于从公司与行业发展、财务分析比较中挖掘公司投资价值。

韩 梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势从而挖掘上市公司投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。