

碧水源 (300070)

增持/ 维持评级

股价：RMB90.7

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160

+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

肖洁

+755-82368532 xiaojie@lhqz.com

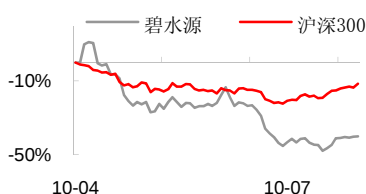
相关研究

《“碧水”源自“碧水源”》20100511

基础数据

总股本(百万股)	147
流通 A 股(百万股)	37
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	3356

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

喜忧参半

—碧水源中报点评

- 2010H1 公司确认了 1.62 亿的工程收入，同比增长 54.03%。以 5 亿的手订单来看工程项目的收入确认略低于预期。
- 2010H1 综合毛利率比 2009H1 下滑 5.81 点，比 2009 年全年下滑 2.17 点，绝对数值仅为 45%。主要原因是昆明第四污水处理厂改造为 EPC 项目，包含土建工程导致毛利率较低。我们认为，随着下半年膜生产线的调试投产，公司的毛利率水平将回升至 50%左右。
- 2010H1 公司经营性现金流-6121 万，较上年同期减少-376.02%；同时，1.62 亿的收入中应收账款增加额达 8230 万，超过 50%。公司服务的客户主要为政府，业务受到国家宏观经济形势的影响。尽管政投资并未减少，但项目的启动、实施与完成很可能低于预期，尤其是项目收款的进度。
- 公司的业务延伸到连续膜过滤技术（CMF）领域。虽然 CMF 的技术壁垒不高，且相对成熟，但膜技术领域的延伸，提升了公司的综合服务能力，大大增强了公司在北京再生水厂改造工程中的竞争能力；同时，公司凭借 CMF 技术进入市政给水领域，市场空间得到大幅拓展。
- 公司募投项目 200 万平米 PVDF 带衬微滤膜生产线已基本建成，处于调试阶段，2010H2 基本可以实现膜材料的完全自给。从膜生产线的建设进度规划来看，公司对未来膜材料在水处理领域的应用非常有信心，同时也体现了公司对 MBR 技术、CMF 技术的工程订单充满信心。
- 我们维持 2010-2012 年 EPS1.39 元、2.45 元、4.23 元的盈余预测，参考主板水务上市公司的 PE 估值情况，目前股价基本合理，维持“增持”评级。正如我们深度报告中提到的，公司凭借 CMF 技术如期进入市政给水领域，市场空间的开拓和估值的提升有待订单的逐步确认。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	313.6	171.6	507.4	825.0	1375.0
(+/-%)	42.0	0.0	61.8	62.6	66.7
归属母公司净利润(百万元)	107.2	47.5	204.3	359.8	622.2
(+/-%)	43.3	0.0	90.6	76.1	72.9
EPS(元)	0.73	0.32	1.39	2.45	4.23
P/E(倍)	124.4	--	109.2	62.0	35.9

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

工程项目的收入确认略低于预期

2010 年上半年公司确认了 1.62 亿的工程收入，同比增长 54.03%。其中北京地区确认 0.64 亿，主要来源于 2009 年未完工的温榆河资源化工程；外埠确认 1.08 亿，主要来源于昆明第四污水处理厂的改造和无锡胡埭污水处理厂项目。以 5 亿的在手订单来看，上半年工程项目的收入确认略低于预期。

表 1、碧水源在建大型项目汇总

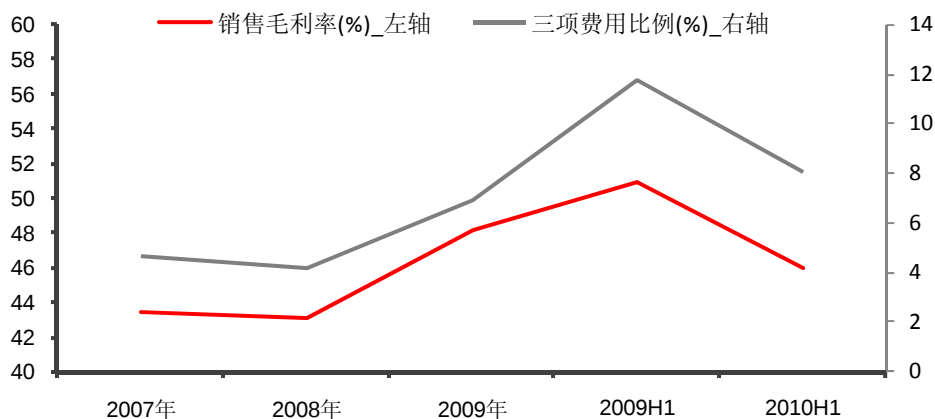
主要订单	水处理能力 (万吨/天)	工程 进度	合同金额 (亿元)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E
北京顺义温榆河资源化工程	10.00	在建	0.97			4880	4000
昆明市第四污水处理厂改造工程	6.00	在建	0.80				7500
无锡胡埭污水处理厂	2.00	在建	0.32				3000
密云县东邵渠镇污水处理及回用工程		在建	0.25		869	520	900
密云县 2009 年新农村五项基础设施		在建	0.16			806	700
北京清河再生水厂二期	15.00	未建	1.71				15000
北京北小河再生生活水二期	4.00	未建	0.45				4000

资料来源：招股说明书

毛利率下滑

2010H1 综合毛利率比 2009H1 下滑 5.81 点，比 2009 年全年下滑 2.17 点，绝对数值仅为 45%。公司半年报披露毛利率下滑主要是由于昆明第四污水处理厂改造为 EPC 项目，包含土建工程导致毛利率较低。我们认为，随着下半年膜生产线的调试投产，公司的毛利率水平将回升至 50%左右。

图 1、毛利率大幅下滑



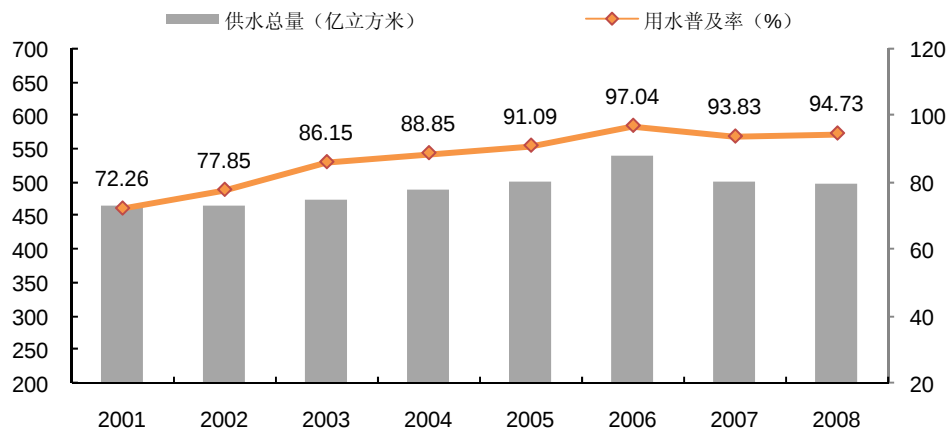
资料来源：华泰联合证券研究所

进入给水领域

我们认为，北京八大再生水厂的改造，MBR 技术并不是唯一的解决方案。有些再生水厂的改造由于不能停水，直接在传统污水处理后增加 CMF 技术来提高出水质量。增加的 CMF 的成本在 500 元/吨水（不算前期投资），而完全改为 MBR 的成本在 1000-1200 元/吨水，所以如果新建项目或是占地面积较小的项目 MBR 更为适用，如果再生水厂较新仅仅为了提高出水标准，CMF 更为适用。例如北京清河再生水厂二期项目，由碧水源（MBR 技术）、膜天膜（CMF 技术）、GE（CMF 技术）三家共同完成。

公司在半年报中披露，其业务延伸到给水膜处理技术、传统污水处理后增加的连续膜过滤技术（CMF）。虽然 CMF 的技术壁垒并不高，且相对成熟，但膜技术领域的延伸，提升了公司的综合服务能力，大大增强了公司在北京再生水厂改造工程中的竞争能力；同时，CMF 技术使公司进入市政给水领域，随着自来水标准的提高，北京市自来水厂改造可能是公司未来争取的另一广阔市场。我国供水业务具备 500 万方/年的存量市场，未来自来水厂改造的用膜量可能超过生活污水领域。

图 6、供水业务规模在 500 亿方左右



资料来源：华泰联合证券研究所

募投项目进展顺利

公司募投项目 200 万平米 PVDF 带衬微滤膜生产线已基本建成，处于调试阶段，2010H2 基本可以实现膜材料的完全自给。同时，一期 30 万平米的超滤膜也将在 2010H2 改扩建到 100 万平米的生产线，未来给 CMF 技术提供膜材料；三期也将在一、二期达产之后逐步规划、开建。

从膜生产线的建设进度规划来看，公司对未来膜材料在水处理领域的应用非常有信心，同时也体现了公司对于未来几年 MBR 技术、CMF 技术的工程订单充满信心。

维持“增持”评级

我们维持 2010-2012 年 EPS1.39 元、2.45 元、4.23 元的盈余预测，参考主板水务上市公司的 PE 估值情况，目前股价基本合理，维持“增持”评级。正如我们深度报告中提到的，公司凭借 CMF 技术如期进入市政给水领域，市场空间的开拓和估值的提升有待订单的逐步确认。

表 2、可比公司估值

	收盘价 07.28	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010 年 PE	2011 年 PE
锦龙股份	18.94	0.84	1.07	1.32	22.45	17.70
桑德环境	21.95	0.53	0.75	0.92	41.64	29.41
首创股份	6.01	0.23	0.26	0.29	26.23	22.85
南海发展	14.12	1.60	0.60	0.71	8.81	23.63
洪城水业	15.50	0.50	0.62	0.98	31.00	25.00
重庆水务	7.62	0.26	0.30	0.33	29.00	25.67
万邦达	72.82	1.59	2.94	5.29	45.80	24.77
碧水源	90.70	1.39	2.45	4.23	65.25	37.02

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	401	2927	3267	3905	营业收入	314	507	825	1375
现金	265	2712	2908	3306	营业成本	163	254	388	588
应收账款	45	76	124	206	营业税金及附加	5	8	12	21
其他应收款	1	0	0	0	营业费用	6	10	17	28
预付账款	28	38	58	88	管理费用	16	25	41	69
存货	49	76	136	235	财务费用	-1	-30	-56	-62
其他流动资产	13	25	41	69	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	107	259	396	570	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	35	186	314	472	营业利润	124	240	423	732
无形资产	43	53	68	88	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	28	20	13	10	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	507	3186	3663	4475	利润总额	124	240	423	732
流动负债	156	218	335	525	所得税	17	36	63	110
短期借款	0	0	0	0	净利润	108	204	360	622
应付账款	71	101	155	235	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	86	116	180	290	归属母公司净利润	107	204	360	622
非流动负债	13	0	0	0	EBITDA	128	222	395	715
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.97	1.39	2.45	4.23
其他非流动负债	13	0	0	0					
负债合计	169	218	335	525	主要财务比率				
少数股东权益	17	17	17	17	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	110	147	147	147	成长能力				
资本公积	0	2389	2389	2389	营业收入	42.0%	61.8%	62.6%	66.7%
留存收益	211	415	775	1397	营业利润	53.5%	93.2%	76.1%	72.9%
归属母公司股东权益	321	2951	3311	3933	归属于母公司净利润	43.3%	90.6%	76.1%	72.9%
负债和股东权益	507	3186	3663	4475	获利能力				
					毛利率(%)	48.1%	50.0%	53.0%	57.2%
					净利率(%)	34.2%	40.3%	43.6%	45.3%
					ROE(%)	33.4%	6.9%	10.9%	15.8%
					ROIC(%)	122.9%	69.6%	74.1%	88.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	33.3%	6.8%	9.1%	11.7%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.57	13.43	9.75	7.43
					速动比率	2.26	13.08	9.34	6.99
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.27	0.24	0.34
					应收账款周转率	7	8	8	8
					应付账款周转率	3.12	2.95	3.02	3.01
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	1.39	2.45	4.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.05	2.08	3.78
					每股净资产(最新摊薄)	2.19	20.07	22.52	26.75
					估值比率				
					P/E	208.17	109.24	62.02	35.86
					P/B	69.47	7.56	6.74	5.67
					EV/EBITDA	172	99	56	31

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com