



其他公用事业/公用事业

碧水源 (300070)

原材料自给提升毛利，污水提标带来机遇

----2010 年年报点评

王威
021-38676694
wangw@gtjas.com
S0880511010024

本报告导读：

十二五期间污水处理行业仍将高速增长，公司股价已反映一定成长性，谨慎增持。

投资要点：

- 2010 年每股收益 1.20 元，符合市场预期。公司 10 年实现营业收入 5 亿元，利润总额 2.1 亿元，净利润 1.77 亿元，分别同比增长 59%，69%和 65%。分配预案为 10 股转增 12 股派 3 元现金；
- 膜材料自给使毛利率维持较高水平。2010 年公司建成年产 200 万平方米 PVDF 中空纤维微滤膜以及年产 100 万平方米的中空纤维超滤膜生产线，实现用膜完全自给。尽管公司 2010 年承接了一些毛利率较低的 BOT 项目，但由于关键原材料的自给，使得毛利率依然保持在 48.61%的较高的水平，与去年同期持平；
- 污水处理整体解决方案收入 4.71 亿，同比增长 50%，主要原因是公司承接工程项目增多，毛利率 48.9%，与去年同期持平；膜销售收入 2736 万元，毛利率为 42.7%，高于去年同期 8.4 个百分点；净水器销售收入 169 万元，毛利率 38.5%；
- 十二五期间污水标准提高为公司带来巨大发展机遇。1 号文件明确提出建立水功能区水质达标评价体系的要求，十二五期间污水排放标准将更为严格。公司已在北京地区、环太湖地区、环滇池地区、南水北调地区等水环境敏感地区的项目改造与新建工程中成为骨干力量，巩固了公司在膜技术和污水资源化领域的领先地位；
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 为 2.86 元、3.98 元、6.21 元。公司目前股价对应 10 年静态 PE 约 100 倍，11 年动态 PE 约 40 倍，我们认为未来两年污水处理行业仍将面临快速发展，股价已在一定程度上反映了公司的成长性，给予 2011 年 45 倍 PE，目标价 128 元，谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	314	500	1,102	1,632	2,572
(+/-)%	42%	60%	120%	48%	58%
经营利润 (EBIT)	124	198	438	629	999
(+/-)%	56%	60%	121%	44%	59%
净利润	107	177	424	591	916
(+/-)%	43%	65%	139%	40%	55%
每股净收益 (元)	0.97	1.20	2.88	4.02	6.23
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	39.4%	39.5%	39.7%	38.6%	38.9%
净资产收益率 (%)	33.4%	6.0%	12.7%	15.2%	19.2%
投入资本回报率 (%)	31.6%	8.8%	13.3%	15.9%	20.0%
EV/EBITDA	96.6	72.2	31.4	21.2	12.7
市盈率	118.0	95.5	39.9	28.6	18.5
股息率 (%)	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

评级：谨慎增持

上次评级：首次

目标价格：128.00

上次预测：

当前价格：115.00

2011.03.03

交易数据

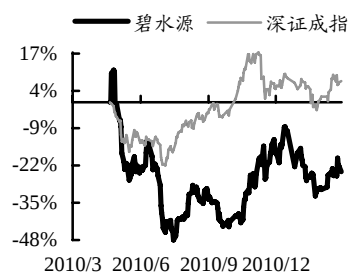
52 周内股价区间 (元)	77.01-175.5
总市值 (百万元)	16,905
总股本/流通 A 股 (百万股)	147/37
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	100

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,935
每股净资产	19.97
市净率	5.8
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.03	
Q2	0.29	
Q3	0.10	
Q4	0.78	
全年	1.20	

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	-11%	0%
相对指数	0%	-14%	-2%

相关报告

《碧水源公司 2010-11-09 调研提纲》	2010.11.08
《MBR 之龙头，水务之星火》	2010.04.03

模型更新时间: 2011.03.01

股票研究

公用事业

其他公用事业

碧水源 (300070)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 128.00

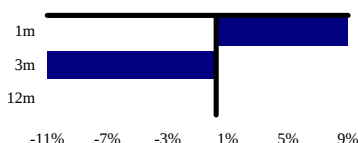
上次预测:

当前价格: 115.00

公司网址

www.originwater.com

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

77.01-175.58

市值 (百万)

16,905

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

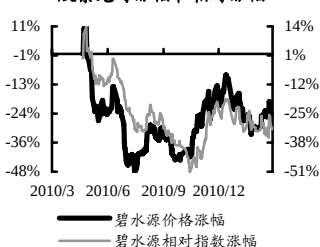
EV/EBITDA

P/S

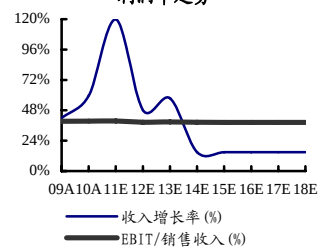
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	314	500	1,102	1,632	2,572
营业成本	163	257	572	860	1,348
税金及附加	5	8	17	25	39
销售费用	6	7	21	29	43
管理费用	16	31	55	89	142
EBIT	124	198	438	629	999
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
财务费用	-1	-16	-56	-64	-76
营业利润	124	209	494	694	1,076
所得税	17	30	71	99	153
少数股东损益	0	2	2	5	8
净利润	107	177	424	591	916
货币资金、交易性金融资产	265	2,632	2,825	3,393	3,999
其他流动资产	0	8	0	0	0
长期投资	0	31	31	31	31
固定资产合计	60	198	269	372	453
无形资产及其他资产	46	129	174	238	293
资产合计	507	3,172	3,764	4,597	5,788
流动负债	156	190	412	676	969
非流动负债	13	27	1	3	6
股东权益	321	2,935	3,329	3,891	4,777
投入资本(IC)	338	1,924	2,822	3,391	4,288
NOPLAT	107	170	375	540	857
折旧与摊销	5	0	10	7	15
流动资金增量	42	-1	-98	166	-155
资本支出	-52	0	-124	-173	-149
经营现金流	101	169	164	541	567
投资现金流	135	0	343	769	782
融资现金流	-39	0	-124	-173	-149
现金流净增加额	93	0	193	568	606
收入增长率	42.0%	59.6%	120.2%	48.1%	57.6%
EBIT 增长率	56.3%	60.0%	121.3%	43.8%	58.8%
净利润增长率	43.3%	65.1%	139.4%	39.6%	54.8%
利润率					
毛利率	48.1%	48.6%	48.1%	47.3%	47.6%
EBIT 率	39.4%	39.5%	39.7%	38.6%	38.9%
净利润率	34.2%	35.4%	38.5%	36.2%	35.6%
净资产收益率(ROE)	33.4%	6.0%	12.7%	15.2%	19.2%
总资产收益率(ROA)	21.1%	5.6%	11.3%	12.9%	15.8%
投入资本回报率(ROIC)	31.6%	8.8%	13.3%	15.9%	20.0%
存货周转天数	71	64	62	66	64
应收账款周转天数	46	55	50	50	52
总资产周转天数	461	1342	1149	93	84
净利润现金含量	1.26	0.00	0.81	1.30	0.85
资本支出/收入	17%	0%	11%	11%	6%
资产负债率	33.3%	6.8%	11.0%	14.8%	16.9%
净负债率	-82.6%	-89.7%	-84.8%	-87.1%	-83.6%
PE	118.0	95.5	39.9	28.6	18.5
PB	39.4	5.8	5.1	4.3	3.5
EV/EBITDA	96.6	72.2	31.4	21.2	12.7
P/S	40.3	33.8	15.3	10.4	6.6
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

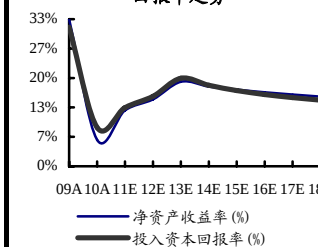
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

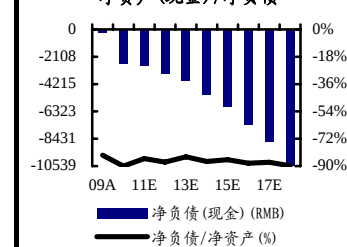
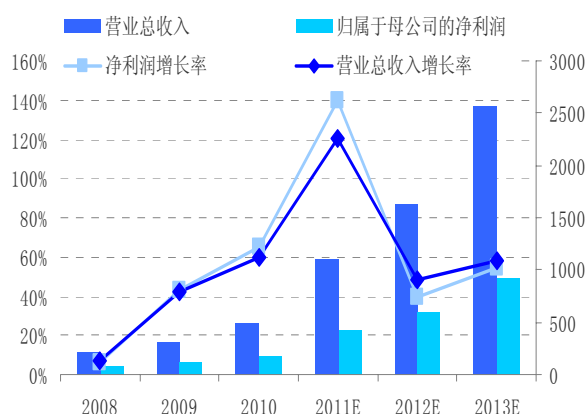
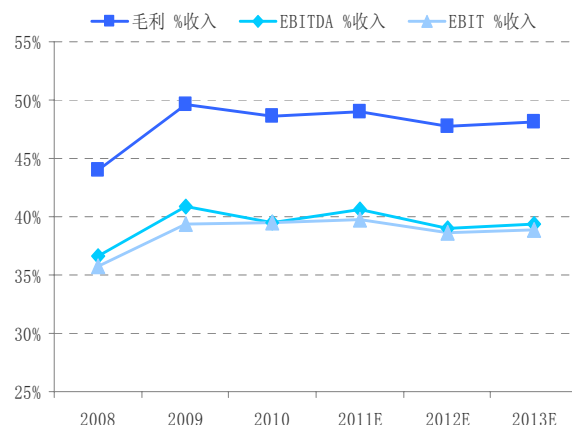


图 1：2008-2013 年营业收入与利润变化



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 2：2008-2013 年毛利率变化



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 1 利润表 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	221	314	500	1,102	1,632	2,572
增长率	6.9%	42.0%	59.6%	120.2%	48.1%	57.6%
营业成本	-126	-163	-257	-572	-860	-1,348
% 销售收入	56.9%	51.9%	51.4%	51.9%	52.7%	52.4%
毛利	95	151	243	530	772	1,224
% 销售收入	43.1%	48.1%	48.6%	48.1%	47.3%	47.6%
营业税金及附加	-3	-5	-8	-17	-25	-39
% 销售收入	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-5	-6	-7	-21	-29	-43
% 销售收入	2.2%	2.0%	1.4%	1.9%	1.8%	1.7%
管理费用	-8	-16	-31	-55	-89	-142
% 销售收入	3.7%	5.1%	6.2%	5.0%	5.4%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	79	124	198	438	629	999
% 销售收入	35.8%	39.4%	39.5%	39.7%	38.6%	38.9%
财务费用	4	1	16	56	64	76
% 销售收入	-1.7%	-0.2%	-3.1%	-5.1%	-3.9%	-3.0%
资产减值损失	-2	0	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
% 税前利润	-0.1%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	124	209	494	694	1,076
营业利润率	36.7%	39.7%	41.8%	44.8%	42.5%	41.8%
营业外收支	7	0	0	2	1	1
税前利润	88	124	209	497	695	1,077
利润率	39.8%	39.7%	41.8%	45.1%	42.6%	41.9%
所得税	-13	-17	-30	-71	-99	-153
所得税率	15.1%	13.5%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润	75	108	179	426	596	924
少数股东损益	0	0	2	2	5	8
归属于母公司的净利润	75	107	177	424	591	916
净利率	33.9%	34.2%	35.4%	38.5%	36.2%	35.6%

作者简介:**王威:**

S0880511010024

021-38676694

wangw@gtjas.com

2006年毕业于中央财经大学金融学院，获经济学硕士学位。2006年7月至2007年9月就职于天相投资顾问有限公司。2007年10月进入国泰君安证券，任电力行业研究员。2008年《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第二名，2009年《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第五名。

张赫黎（贡献作者）:

S0880110110155

021-38674702

zhangheli008425@gtjas.com

毕业于香港大学，金融学硕士，2010年4月加入国泰君安证券。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		