

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

业务扩张至西北部，膜技术运用找到沃土

事件描述

碧水源（300070）公布了成立内蒙古东源水务科技发展有限公司公告：

- 以现金出资，合资设立有限责任公司，注册资本为1亿。内蒙东源以现金出资5100万元人民币，占注册资本的51%，碧水源以现金出资4900万元人民币，占注册资本的49%；
- 近三年的经营目标为：2012年--2014年分别实现净利润2500万、4500万、8500万，年增长率不低于50%，预计增厚公司2012-2014年业绩分别为0.038、0.068和0.1288元/股。

我们预计公司2011—2013年业绩分别为1.08元、1.79元和2.32元，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一、我们认为，公司业务扩展到缺水的西北地区，膜技术优势将更有利发挥

公司之前主要的业务集中于北京和其他南方地区，业务范围最北的地区为北京，而我国主要的缺水地区集中于北方地区，此合资公司是公司在北方地区成立的第一个合资公司，对于公司而言具有地标式意义。内蒙古自治区为我国著名的资源大省，而大草原居多，草原植被的生态圈平衡较易打破且难以恢复，因此水环境保护已成为内蒙古自治区在发展经济时的另一重大工作要点。

公司在鄂尔多斯市投资建设膜技术研发中心和膜产业园，由于鄂尔多斯市是内蒙重点经济地区，在煤炭、天然气资源储量上排在国内前列，已逐步形成了以煤炭、化工为重点的加工产业链，水资源短缺情况日益严重，对膜技术需求强烈，因此公司先行突破，取得在当地推广膜技术的先发优势，因此公司未来可以获得更多的项目，为合资公司获得更多的收益。

第二、碧水源占比合资公司49%，预计增厚2012-2014EPS分别为0.038、0.068和0.1288元/股

根据公司公告，近三年的经营目标为：2012年--2014年分别实现净利润2500万、4500万、8500万，年增长率不低于50%，预计增厚公司2012-2014年业绩分别为0.038、0.068和0.1288元/股。

第三、盈利预测

我们预计公司2011—2013年业绩分别为1.08元、1.79元和2.32元。考虑目前公司股价已经能够反映公司的投资价值，目前的相对估值稍有偏高，因此我们仍然维持公司“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	500	926	1423	1719	货币资金	2632	2750	3065	3525
营业成本	257	474	707	818	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	243	452	716	902	应收账款	111	206	316	381
% 营业收入	48.6%	48.8%	50.3%	52.4%	存货	41	76	114	131
营业税金及附加	8	14	22	27	预付账款	17	32	47	54
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	8	15	23	27
销售费用	7	13	20	24	流动资产合计	2813	3084	3573	4130
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	57	88	106	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	长期股权投资	31	31	31	31
财务费用	-16	-34	-36	-41	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-3.1%	-3.6%	-2.6%	-2.4%	固定资产合计	198	399	599	796
资产减值损失	5	0	0	0	无形资产	119	114	108	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	10	60	100	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	209	411	683	887	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	41.8%	44.4%	48.0%	51.6%	资产总计	3172	3636	4320	5068
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	209	411	683	887	应付款项	133	245	365	422
% 营业收入	41.8%	44.4%	48.0%	51.6%	预收账款	13	25	38	45
所得税费用	30	58	97	126	应付职工薪酬	2	4	6	7
净利润	179	353	586	761	应交税费	35	68	112	143
归属于母公司所有者					其他流动负债	6	11	17	20
的净利润	177.0	348.0	578.2	750.1	流动负债合计	190	354	538	637
少数股东损益	2	5	8	11	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.55	1.08	1.79	2.32	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	27	27	27	27
经营活动现金流净额	178	336	520	648	负债合计	217	381	565	664
取得投资收益	0	10	60	100	归属于母公司	2935	3231	3722	4360
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	20	25	33	44
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2955	3256	3755	4403
固定资产投资	-187	-209	-214	-217	负债及股东权益	3172	3636	4320	5068
其他	-29	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-217	-199	-154	-117		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.547	1.076	1.788	2.319
股权融资	2451	0	0	0	BVPS	19.97	21.98	11.51	13.48
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	89.64	45.58	27.43	21.15
筹资成本	11	-19	-50	-71	PEG	1.45	0.74	0.44	0.34
其他	-25	0	0	0	PB	2.46	2.23	4.26	3.64
筹资活动现金流净额	2438	-19	-50	-71	EV/EBITDA	65.36	33.45	19.19	14.16
现金净流量	2399	118	315	460	ROE	6.0%	10.8%	15.5%	17.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。