

看好公司 MBR 未来市场前景

碧水源 (300070.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

2011年10月26日,碧水源公布2011年3季报:前3季度实现营业收入3.68亿元,同比增长66.17%;归属于上市公司净利润8070万元,同比增长28.62%;每股收益0.25元。

2. 我们的分析与判断

(一) 毛利率下降不碍营收高增长

2011年前3季度,营业收入同比增长了66.17%,主要原因为本期公司项目施工完成量较上年同期增加,特别是收购的久安公司增加了收入,以至收入较去年同期大幅增加。

综合毛利率为37.5%,同比下降10.4%,主要原因为承建的工程项目收入较上年同期大幅增加,工程成本相应增加;另外,营业成本的增长高于营业收入增长,主要原因是公司合并了久安公司的收入,该公司业务主要是市政工程建设,毛利率相对较低,造成营业成本的增长高于营业收入的增长。

销售费用率为2.7%,同比增加0.5%,主要原因为纳入并表的子公司增多,由去年同期的3个并表子公司增加为9个并表子公司,以及公司经营规模扩大增加了营业费用所致。

管理费用率为17.1%,同比增加7.8%,主要原因一方面是公司摊销了职工期权费用1857.78万元,另一方面是纳入并表的子公司增多,以及公司规模扩大,人员与办公支出显著增加所致。

(二) 看好公司 MBR 未来市场前景

公司积极开拓市场,在巩固北京及云南、无锡等已有地区市场的同时,部分外埠市场开拓工作也取得进展。公司与三菱丽阳株式会社合作设立无锡碧水源丽阳膜科技有限公司,扩大了公司产能,丰富了产品的品牌与品种系列,为持续推进技术、产品、服务的国际化,拓展国际市场、提升市场份额创造了有利条件。公司的生产,特别是膜材料生产已步入稳定期,正在按照已有计划推进,以适应不断增长的市场需求;公司的研发正按计划进行,部分研发成果正在分步分批投入实际应用,为公司的发展做出贡献;公司的募投项目正在稳步实施,且进展良好,并在逐渐发挥效益;另外公司的管理、品牌、人力资源、分公司管理等也得到了稳步提升,将为公司的进一步快速发展奠定良好基础。

3. 投资建议

我们预测公司2011-2013年的营业收入分别为10.3亿、16.8亿和27.4亿元, EPS分别为1.04元、1.66元和2.68元,对应当前动态PE分别为38X、24X、15X。我们看好公司未来发展前景,维持公司“推荐”投资评级。

分析师

冯大军

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

特此鸣谢

周然 (8610) 6656 8494

(zhouran@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.10.25

A股收盘价(元)	40.46
A股一年内最高价(元)	62.89
A股一年内最低价(元)	35.11
上证指数	2409
市净率	4.42
总股本(万股)	32340
实际流通股(万股)	11903
总市值(亿元)	130.85
流通市值(亿元)	48.16

相关研究

碧水源新股定价报告	2010.04.06
碧水源2010年报点评报告	2011.02.28
碧水源2011年中报点评报告	2011.08.11

表 1: 碧水源 (300070) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	265	2632	2367	2262	2425	营业收入	314	500	1034	1681	2743
应收票据	13	3	6	10	16	营业成本	163	257	553	902	1476
应收账款	45	106	220	357	583	营业税金及附加	5	8	16	26	43
预付款项	28	17	17	17	17	销售费用	6	7	14	23	38
其他应收款	1	5	5	6	6	管理费用	16	31	84	124	189
存货	49	41	89	145	238	财务费用	-1	-16	-40	-37	-37
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	5	6	7	8
长期股权投资	0	31	81	131	181	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	35	169	337	615	883	投资收益	0	1	1	2	5
在建工程	25	29	150	150	150	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	124	209	402	639	1032
无形资产	43	119	313	503	688	营业外收支净额	0	0	0	0	0
长期待摊费用	2	0	0	0	0	税前利润	124	209	402	639	1032
资产总计	507	3172	3604	4216	5210	减: 所得税	17	30	60	96	154
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	108	179	342	544	878
应付票据	0	0	0	0	0	母公司净利润	107	177	337	536	865
应付账款	71	133	282	460	753	少数股东损益	0	2	5	8	12
预收款项	66	13	13	13	13	基本每股收益	0.97	1.20	1.04	1.66	2.68
应付职工薪酬	0	2	3	3	3	稀释每股收益	0.97	1.20	1.04	1.66	2.68
应交税费	11	35	37	39	41						
其他应付款	5	4	4	4	4	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他流动负债	5	2	2	2	2	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	41.96%	59.61%	106.6%	62.60%	63.19%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	56.34%	60.01%	85.44%	65.38%	64.50%
负债合计	169	217	408	637	1013	净利润增长率	43.26%	65.09%	90.62%	58.90%	61.46%
股东权益合计	338	2955	3196	3579	4196	盈利性					
						销售毛利率	48.14%	48.61%	46.50%	46.36%	46.19%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	34.33%	35.86%	33.09%	32.33%	31.99%
净利润	108	179	342	544	878	ROE	33.37%	6.03%	10.64%	15.11%	20.84%
折旧与摊销	0	9	18	32	46	ROIC	31.62%	5.74%	9.76%	14.41%	20.22%
经营现金流	135	178	345	566	931	估值倍数					
投资现金流	-39	-217	-549	-548	-545	PE	41.52	33.61	38.79	24.41	15.12
融资现金流	-3	2438	-61	-124	-222	P/S	14.19	11.88	12.66	7.78	4.77
现金净变动	93	2399	-265	-105	163	P/B	40.74	4.46	4.13	3.69	3.15
期初现金余额	144	265	2632	2367	2262	股息收益率	0.25%	0.74%	0.77%	1.23%	1.98%
期末现金余额	265	2632	2367	2262	2425	EV/EBITDA	34.11	16.29	28.09	17.18	10.45

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

冯大军，环保及公用事业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

冯大军，环境工程专业理学博士，毕业于北京大学，2009 年 7 月加入中国银河证券研究部，主要负责环保及公用事业行业和公司证券研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深圳广州：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn