

证券研究报告—动态报告/公司快评

公用事业

碧水源 (300070)
推荐

环保

投资无锡碧水源丽阳膜科技有限公司点评

(维持评级)

2011年7月7日

MBR 项目竞争优势巩固,工业水处理步伐有望加快

证券分析师: 谢达成 021-60933161 xiedc@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120032

证券分析师: 徐颖真 021-68864007 xuyz@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120025

事项:

碧水源公告与三菱丽阳株式会社、江苏碧水源环境科技有限责任公司共同设立“无锡碧水源丽阳膜科技有限公司”(暂定名),其中公司以货币出资 2215.20 万元(超募资金),持有新公司 39%股权;三菱丽阳株式会社以货币出资 2896.80 万元,持有新公司 51%股权;本公司控股子公司江苏碧水源环境科技有限责任公司以货币出资 568.00 万元,持有新公司 10%股权,碧水源实际持股 49%。以合资公司为平台,建设水处理膜生产基地,产能 100 万 m²。

评论:

■ 合作项目对公司业绩直接影响较小

- ▶ 参股公司建立膜生产基地,产能 100 万 m²,第一年为建设期,第二年、第三年运营产量均为 70 万 m²,第四年达到满负荷运营。对应销售单价为 145 元/m²(不含税),净利率 30%,由于生产的膜品质较高,我们认为该假设相对合理。按公司以及子公司江苏碧水源环境科技有限责任公司合计持有 49%股权算,第二年至第六年分别贡献 EPS 为 0.046、0.046、0.066、0.066、0.066 元,其中第二年业绩增厚约 3%,影响不大。

表 1: 公司对项目收益测算

指标	单位	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年
产量	万 m ²	-	70	70	100	100	100
销售收入	万元	-	10,150	10,150	14,500	14,500	14,500
净利润	万元	-	3,045	3,045	4,350	4,350	4,350
公司对应 EPS 增厚	元	-	0.046	0.046	0.066	0.066	0.066

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所

■ 合作反映了碧水源在 MBR 项目获取上的竞争优势,并有利于巩固该优势,同时工业水处理步伐有望加快

- ▶ 三菱丽阳始建于 1933 年,是国际上中空纤维膜制造的领先者,品牌优势明显,尤其是在高端膜领域。三菱丽阳膜生产基地设在日本丰桥,产能约 300 万 m²,此前在中国没有生产基地。碧水源在实现膜自给前的外购膜主要来自三菱丽阳,合作关系良好。同时我们估计碧水源在拓展项目过程中,部分支付能力较高的客户如发达地区市政直接指定采用国外膜,或者工业水处理领域对膜的冲击负荷较高,需要高端膜。
- ▶ 对于碧水源而言,主要有几个好处:(1)丰富产品线,满足上述部分高端膜和工业水处理膜需求,进一步巩固项目竞争优势。此前公司投资普瑞琦环境工程公司(持股 51%),涉足工业水处理领域,预计付诸实际项目的

步伐将因该合作而加快。(2)化潜在的竞争对手为合作伙伴，避免三菱与其他膜工程厂商合作。(3)实现技术合作，并通过三菱丽阳的销售渠道拓展国际市场，但从双方各自承担的义务看，三菱丽阳对核心技术还是实行了一定保护。此外我们认为合作带来的项目增量正面影响将大于对自产膜的冲击。

- 对于三菱丽阳而言，在中国建立膜生产基地主要目的是“拓展市场”和“降低成本”，但是之所以选择碧水源进行合作正是出于膜销路考虑，看中碧水源在工程项目上的竞争优势。
- 某种意义上说，我们认为目前国内 MBR 水处理竞争中，能否获取项目才是关键，这并不取决于膜技术和膜产品是否处于绝对领先，而在于是否具备“资本实力”和“工程经验”，碧水源同时具备这两个条件，从而在竞争中占了先机。而其他国内主要膜生产厂商包括膜天膜、招金膜天等的竞争仍主要基于膜设备本身，直接面临众多竞争者。

■ 维持原盈利预测和“推荐”评级

- 由于项目对业绩直接影响较小，并且投入资金并未超出我们盈利预测中对超募资金的使用预计，投资方向由我们预测的“MBR 水处理项目投资”变为“膜生产”，只是在回报率上有些许差异，因此暂维持公司 2011-2013 年 EPS 为 1.07/1.78/2.21 元，对应 PE 水平为 40/24/20×，CAGR=60%，维持公司“推荐”评级，6 个月目标价 50 元/股。

■ 风险提示：若合资公司产能规模未来进一步大幅扩大，可能对自产膜造成部分影响

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2632	2693	3408	3347	营业收入	500	1183	1910	2582
应收款项	114	239	393	547	营业成本	257	657	1049	1439
存货净额	41	106	169	234	营业税金及附加	8	18	30	40
其他流动资产	25	59	96	130	销售费用	7	17	27	36
流动资产合计	2813	3097	4066	4257	管理费用	34	106	141	201
固定资产	198	539	516	492	财务费用	(16)	(13)	(4)	32
无形资产及其他	119	115	445	2242	投资收益	0	66	87	67
投资性房地产	11	11	11	11	资产减值及公允价值变动	(4)	0	0	0
长期股权投资	31	31	31	31	其他收入	3	5	12	49
资产总计	3172	3792	5068	7032	营业利润	209	469	767	950
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	133	340	544	752	利润总额	209	469	767	950
其他流动负债	57	150	233	317	所得税费用	30	69	113	141
流动负债合计	190	490	777	1069	少数股东损益	2	53	79	95
长期借款及应付债券	0	0	466	1492	归属于母公司净利润	177	347	574	714
其他长期负债	27	27	27	27					
长期负债合计	27	27	493	1519	现金流量表 (百万元)				
负债合计	217	517	1271	2588	净利润	177	347	574	714
少数股东权益	20	62	126	202	资产减值准备	5	10	(1)	(1)
股东权益	2935	3212	3672	4243	折旧摊销	10	24	41	78
负债和股东权益总计	3172	3792	5068	7032	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	0	(13)	(4)	32
					营运资本变动	(15)	87	32	38
					其它	1	(47)	(27)	42
					经营活动现金流	178	421	620	872
					资本开支	(187)	(370)	(347)	(1851)
					其它投资现金流	(29)	66	87	67
					投资活动现金流	(217)	(304)	(260)	(1784)
					权益性融资	2451	0	0	0
					负债净变化	0	0	466	1026
					支付股利、利息	(11)	(56)	(111)	(175)
					其它融资现金流	(2)	0	0	0
					融资活动现金流	2438	(56)	355	851
					现金净变动	2367	61	715	(61)
					货币资金的期初余额	265	2632	2693	3408
					货币资金的期末余额	2632	2693	3408	3347
					企业自由现金流	(14)	73	302	(955)
					权益自由现金流	(43)	85	771	43

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.55	1.07	1.78	2.21
每股红利	0.03	0.21	0.36	0.44
每股净资产	9.08	9.93	11.35	13.12
ROIC	10%	18%	68%	41%
ROE	6%	11%	16%	17%
毛利率	49%	44%	45%	44%
EBIT Margin	40%	33%	35%	35%
EBITDA Margin	41%	35%	38%	38%
收入增长	60%	136%	61%	35%
净利润增长率	65%	96%	65%	24%
资产负债率	7%	15%	28%	40%
息率	0.1%	0.6%	0.9%	1.1%
P/E	78.8	40.2	24.3	19.5
P/B	4.7	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	68.6	35.0	21.2	16.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。