

## MBR 市场份额快速增长

碧水源 (300070.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

## 1. 事件

2011年8月11日,碧水源公告2011年中报:公司上半年实现营业收入2.0亿元,同比增长16.40%;归属于上市公司净利润6002万元,同比增长26.40%;每股收益0.19元,同比减少51.28%,主要原因报告期内,公司实施了每10股转增12股的分配方案。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 上半年业绩符合我们预期

公司上半年污水处理整体解决方案收入1.44亿元,同比减少11.14%,主要原因没有计入土建工程;膜及组器收入1832万元,同比增长99.45%;新增净水器销售收入332万元、市政建设工程收入3380万元。上述指标增长的主要原因是公司利用自身技术与实力的优势实现了业务的不断扩大以及全国市场的强势开拓,形成了自身固有的商业发展模式以及核心部件膜材料的大规模生产与完全自给,同时合理地控制成本与费用,使公司整体经营业绩持续增长。

尽管公司所处的行业存在业务季节性特点,一般上半年主要从事项目规划、技术方案准备及设计等准备工作,项目实施及收入确认主要集中在下半年,特别是第四季度,但公司在2011年上半年的业绩仍取得了较好的增长。在目前较好的政策与市场环境下,预计本年度公司仍保持去年的快速增长态势。

### (二) MBR 市场份额快速增长

在市场方面,公司抓住了“十二五”开局之年国家节能减排政策落实的大好机会,特别是国家加强水利建设的契机,推动了应用膜生物反应器技术实现污水资源化的理想和工程实践在我国多个地区的全面和大规模应用,并取得了牢固的行业“引领”地位。

在北京地区、环太湖地区、环滇池地区、海河流域、南水北调地区等我国水环境敏感地区的污水处理厂提标升级改造和新建工程中成为了骨干力量的同时,继续拓展全国其他区域市场及相关产业领域应用。

## 3. 投资建议

我们预测公司2011-2013年的营业收入分别为10.8亿、17.6亿和28.8亿元,每股收益分别为1.23元、1.97元和3.23元,对应当前动态PE分别为38X、23X、14X。我们认为“十二五”是我国MBR市场的黄金发展期,看好公司未来发展前景,同时公司作为行业中的龙头企业,有技术、工程和资金优势,未来业绩增长超预期是大概率事件,因此维持公司“推荐”投资评级。

### 分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

特此鸣谢

冯大军 (8610) 6656 8837

([fengdajun@chinastock.com.cn](mailto:fengdajun@chinastock.com.cn))

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2011.8.10

A股收盘价(元)	46.89
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	2549
市净率	5.16
总股本(万股)	32340
实际流通A股(万股)	11903
限售流通A股(万股)	20437
流通A股市值(亿元)	55.81

### 相关研究

碧水源2010年报简评 2011.2.28

**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	2401	2356	2625	营业收入	314	500	1084	1762	2876
应收票据	13	3	6	11	17	营业成本	163	257	547	875	1404
应收账款	45	106	230	375	611	营业税金及附加	5	8	17	27	45
预付款项	28	17	17	17	17	销售费用	6	7	15	24	39
其他应收款	1	5	5	6	6	管理费用	16	31	67	109	178
存货	49	41	88	141	226	财务费用	-1	-16	-40	-38	-40
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	474	761	1247
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	474	761	1247
资产总计	507	3172	3648	4324	5427	减: 所得税	17	30	71	114	186
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	108	179	403	647	1061
应付票据	0	0	0	0	0	母公司净利润	107	177	397	638	1046
应付账款	71	133	279	446	716	少数股东损益	0	2	6	9	15
预收款项	66	13	13	13	13	基本每股收益	0.97	1.20	1.23	1.97	3.23
应付职工薪酬	0	2	3	3	3	稀释每股收益	0.97	1.20	1.23	1.97	3.23
应交税费	11	35	37	39	41						
其他应付款	5	4	4	4	4	<b>财务指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
其他流动负债	5	2	2	2	2	<b>成长性</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	41.96%	59.61%	116.6%	62.60%	63.19%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	56.34%	60.01%	121.5%	66.06%	66.47%
负债合计	169	217	409	630	986	净利润增长率	43.26%	65.09%	124.5%	60.63%	63.91%
股东权益合计	338	2955	3239	3694	4441	<b>盈利性</b>					
						销售毛利率	48.14%	48.61%	49.50%	50.36%	51.19%
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	销售净利率	34.33%	35.86%	37.17%	36.72%	36.88%
净利润	108	179	403	647	1061	ROE	33.37%	6.03%	12.36%	17.44%	23.82%
折旧与摊销	0	9	18	32	46	ROIC	31.62%	5.74%	11.50%	16.74%	23.19%
经营现金流	135	178	396	657	1088	<b>估值倍数</b>					
投资现金流	-39	-217	-549	-548	-545	PE	48.12	38.95	38.17	23.76	14.50
融资现金流	-3	2438	-79	-153	-274	P/S	16.45	13.77	13.99	8.60	5.27
现金净变动	93	2399	-232	-44	269	P/B	47.21	5.17	4.72	4.14	3.45
期初现金余额	144	265	2632	2401	2356	股息收益率	0.21%	0.64%	0.79%	1.26%	2.07%
期末现金余额	265	2632	2401	2356	2625	EV/EBITDA	39.83	20.87	28.20	17.07	10.18

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。

**邹序元，环保及公用事业行业证券分析师。** 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。

## 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 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908