

动态报告/公司快评

公用事业

碧水源 (300070)

无评级

环保

新股定价

2010年4月21日

MBR 水处理领头羊，将获市场青睐

分析师： 徐颖真

xuyz@guosen.com.cn

021-68864007

Sac 执业证书编号： S0980209080429

事项：

4月21日创业板有5家公司挂牌上市，碧水源是其中唯一一家环保类公司。

评论：

■ MBR 市场成长空间巨大

公司采用 MBR（膜生物反应器）污水处理技术为客户提供整体解决方案。国内 MBR 市场刚起步，基数小空间大，近几年维持约 100% 复合增长；在内部推力（成本下降加强 MBR 对传统工艺的竞争力）和外部推力（环保要求不断提高）综合作用下，MBR 工艺有望成为污水处理方向。据水网相关预测，未来 5 年内我国 MBR 市场占污水处理市场份额有望从 8% 提高至 27%，对应年均 25% 以上高增长。

■ 碧水源先发优势明显

我们认为公司在 MBR 工程尤其是市政污水 MBR 处理方面占有先发优势，领导者地位短期难以撼动，甚至有进一步巩固的趋势，预计 2010-2012 年摊薄后每股收益分别为 1.20、2.13 和 3.41 元，复合增速高达 65%。基于如下 3 点：

- (1) **基础：技术领先且全面。**相比国内许多膜制造为主的厂商，公司以工艺系统集成作为出发点，技术全面且领先；相对国外厂商，公司在整个集成领域拥有政府资源和价格优势，大中型 MBR 项目占据 60% 份额，领跑 GE、西门子、联合环保等竞争对手。
- (2) **模式：“工程”带动“产品”。**公司发展初期立足整个系统集成技术，凭借技术建立示范项目换取市场，通过积累大规模项目的经验后，开始大举进入膜生产环节，一方面系统集成经验将使其项目充分，膜产品市场无忧，另一方面生产的膜产品可以根据经验选择最佳参数，最大限度降低生产成本。目前公司已经承担了数百项从小规模（最小 2.5 吨/日）到大规模（最大 15 万吨/日）MBR 项目，积累了丰富的工程经验，这些项目很多具有标杆性，树立了良好的品牌和形象，有望形成马太效应。
- (3) **途径：立足北京、辐射全国。**公司前几年项目集中在北京，拥有政府资源、品牌优势，项目获得可能性很大。公司 09 年已签但未执行订单约达 5 个亿，未来两年我们认为公司仍将立足北京，拓展环太湖、滇池地区项目，而巢湖、松花江等水污染敏感地区则将成为公司进一步拓展的区域。今后 3 年，北京污水升级改造和再生水厂建设带来 MBR 市场空间高达 78 亿，而环太湖地区提标升级改造的污水处理厂达 206 座，改造投资将达 32 亿元。

■ 交易建议：100 元/股以下可介入

价格涨幅参考:对创业板股票的市场表现进行统计,已上市的股票上市后首日、20日、3个月平均涨幅分别为 65.82%、70.64%和 70.37%,环保类股票(主要是万邦达、三维丝、大禹节水,前两者上市不到3个月)表现更好,上市后首日、20日、3个月平均涨幅分别为 76.12%、107.21%和 140%。我们认为金融危机、西南干旱、酝酿中的《节能环保产业规划》等因素使市场对环保股价格走势形成较高的预期。

公司估值参考:碧水源业务模式与万邦达较为接近,都是提供水处理设计、建设等整体解决方案,但领域有所不同,万邦达集中在化工水处理领域,而公司主要集中在市政水处理领域。若参考目前创业板环保公司当前股价对应 2010 年年约 65 倍的市盈率水平,公司 2010 年年约 1.2 元/股 EPS 对应价值接近 80 元/股;万邦达 2010 年一致预期 EPS 为 1.90 元,未来两年业绩复合增速达 50%,碧水源 2010 年一致预期 EPS 为 1.22 元,但业绩复合增速高达 65%,按相同 PEG 水平计算,公司价值接近 100 元/股。综上公司价值区间在 80-100 元/股之间。

鉴于万邦达受市场青睐的先例,如果上市首日大盘不出现异常预计公司也将受到市场资金热捧,考虑到公司高成长性和极大的市场空间,二级市场价格超出该区间的可能性极大,100 元/股以下可介入。

表 1: 创业板公司市场表现

代码	名称	发行价格	上市首日		上市后 20 日		上市后 3 个月		发行市盈率(摊薄)	网上申购中签率(%)	网下申购中签率(%)
			收盘价	涨跌幅(%)	收盘价	涨跌幅(%)	收盘价	涨跌幅(%)			
300071.SZ	N 嘉信	25.00							50.58	0.48	0.76
300070.SZ	N 碧水源	69.00							94.52	1.61	0.85
300069.SZ	N 金利	23.90							64.59	0.57	1.13
300068.SZ	N 南都	33.00							54.10	0.98	1.70
300067.SZ	N 安诺其	21.20							55.79	0.65	1.47
300066.SZ	三川股份	49.00	86.50	76.53					46.67	0.41	1.52
300065.SZ	海兰信	32.80	57.76	76.10					74.55	0.38	1.09
300064.SZ	豫金刚石	21.32	29.08	36.40					64.61	0.44	1.37
300063.SZ	天龙集团	28.80	39.38	36.74					55.38	0.42	1.62
300061.SZ	康耐特	18.00	29.03	61.28	29.53	64.06			52.17	0.49	2.08
300059.SZ	东方财富	40.58	58.35	43.79	78.18	92.66			116.93	0.84	1.68
300062.SZ	中能电气	24.18	35.20	45.57	34.14	41.19			45.62	0.66	2.16
300058.SZ	蓝色光标	33.86	39.98	18.07	49.80	47.08			67.72	0.71	1.75
300057.SZ	万顺股份	18.38	20.99	14.20	21.69	18.01			65.64	0.81	4.32
300056.SZ	三维丝	21.59	37.96	75.82	38.59	78.74			102.81	0.68	2.10
300055.SZ	万邦达	65.69	81.30	23.76	111.55	69.81			71.40	1.24	2.14
300052.SZ	中青宝	30.00	34.50	15.00	38.10	27.00			93.75	1.24	1.56
300051.SZ	三五互联	34.00	37.41	10.03	46.50	36.76			65.38	0.60	2.71
300053.SZ	欧比特	17.00	21.29	25.24	24.45	43.82			73.87	0.54	1.52
300054.SZ	鼎龙股份	30.55	33.03	8.12	50.54	65.43			89.85	0.83	1.38
300047.SZ	天源迪科	30.00	35.27	17.57	29.66	-1.13			78.95	0.57	2.02
300046.SZ	台基股份	41.30	50.95	23.37	40.08	-2.95			66.61	0.71	2.08
300045.SZ	华力创通	30.70	38.99	27.00	33.30	8.47			76.75	0.66	1.14
300050.SZ	世纪鼎利	88.00	115.23	30.94	127.40	44.77			123.94	1.35	1.88
300049.SZ	福瑞股份	28.98	34.29	18.32	30.34	4.69			82.80	0.62	1.10
300048.SZ	合康变频	34.16	42.28	23.77	44.55	30.42			106.95	0.73	1.62
300044.SZ	赛为智能	22.00	28.40	29.09	29.78	35.36			81.48	0.37	1.42
300043.SZ	星辉车模	43.98	50.02	13.73	41.13	-6.48			91.49	0.92	1.57
300037.SZ	新宙邦	28.99	42.00	44.88	31.52	8.73	47.11	62.50	111.50	0.82	1.58
300041.SZ	回天胶业	36.40	46.39	27.45	37.87	4.04	51.60	41.76	67.41	0.86	1.61

300042.SZ	朗科科技	39.00	52.45	34.49	40.72	4.41	50.76	30.15	76.47	0.65	1.42
300038.SZ	梅泰诺	26.00	36.00	38.46	26.16	0.62	32.03	23.19	61.90	0.56	2.04
300039.SZ	上海凯宝	38.00	45.48	19.68	39.45	3.82	53.56	40.95	82.61	0.80	2.06
300040.SZ	九洲电气	33.00	41.88	26.91	34.39	4.21	57.70	74.85	68.75	0.62	1.74
300032.SZ	金龙机电	19.00	28.10	47.89	25.40	33.68	26.18	37.79	126.67	0.59	1.47
300034.SZ	钢研高纳	19.53	28.54	46.13	32.01	63.90	31.00	58.73	75.12	0.46	1.13
300033.SZ	同花顺	52.80	70.38	33.30	76.30	44.51	51.85	96.99	92.57	0.69	1.31
300035.SZ	中科电气	36.00	48.30	34.17	40.88	13.56	45.70	26.94	59.02	0.48	1.15
300036.SZ	超图软件	19.60	32.20	64.29	31.19	59.13	34.70	77.04	81.67	0.31	0.64
300031.SZ	宝通带业	38.00	57.55	51.45	49.77	30.97	60.00	57.89	62.30	0.56	1.45
300029.SZ	天龙光电	18.18	26.99	48.46	24.71	35.92	23.79	30.86	62.69	0.40	1.60
300030.SZ	阳普医疗	25.00	33.99	35.96	28.88	15.52	31.65	26.60	108.70	0.53	0.68
300018.SZ	中元华电	32.18	56.70	76.20	51.47	59.94	43.65	35.64	52.62	1.15	1.38
300020.SZ	银江股份	20.00	36.40	82.00	48.00	140.00	36.58	82.90	52.63	0.59	1.99
300019.SZ	硅宝科技	23.00	45.28	96.87	48.37	110.30	40.78	77.30	47.96	0.69	1.61
300017.SZ	网宿科技	24.00	44.90	87.08	43.12	79.67	39.28	63.67	63.16	0.97	0.82
300014.SZ	亿纬锂能	18.00	43.28	140.44	42.33	135.17	34.59	92.17	54.56	0.70	0.74
300013.SZ	新宁物流	15.60	32.20	106.41	31.94	104.74	29.52	89.23	45.48	0.75	1.26
300016.SZ	北陆药业	17.86	35.60	99.33	36.88	106.49	30.15	68.81	47.89	0.77	1.83
300015.SZ	爱尔眼科	28.00	51.90	85.36	54.70	95.36	44.80	60.00	60.87	0.89	0.58
300026.SZ	红日药业	60.00	106.50	77.50	97.59	62.65	85.87	43.12	49.18	1.01	1.21
300027.SZ	华谊兄弟	28.58	70.81	147.76	56.10	96.29	48.90	71.10	69.71	0.61	0.66
300024.SZ	机器人	39.80	75.15	88.82	74.05	86.06	65.70	65.08	62.90	0.82	0.84
300025.SZ	华星创业	19.66	45.00	128.89	49.13	149.90	44.18	124.72	45.18	0.53	1.47
300022.SZ	吉峰农机	17.75	35.31	98.93	72.82	310.25	50.06	182.03	57.26	0.94	1.68
300021.SZ	大禹节水	14.00	32.03	128.79	38.23	173.07	33.60	140.00	53.85	0.49	3.06
300028.SZ	金亚科技	11.30	35.00	209.73	30.78	172.39	27.65	144.69	45.20	0.44	2.45
300023.SZ	宝德股份	19.60	36.08	84.08	51.88	164.69	33.52	71.02	81.67	0.92	1.85
300004.SZ	南风股份	22.89	40.25	75.84	42.30	84.80	34.75	51.81	71.53	1.18	1.70
300005.SZ	探路者	19.80	50.07	152.88	44.45	124.49	40.37	103.89	53.10	0.54	0.86
300006.SZ	莱美药业	16.50	35.80	116.97	33.84	105.09	29.17	76.79	47.83	0.50	2.08
300001.SZ	特锐德	23.80	44.00	84.87	47.28	98.66	38.66	62.44	52.76	0.81	1.28
300002.SZ	神州泰岳	58.00	102.90	77.41	119.10	105.34	103.83	79.02	68.80	1.22	1.14
300003.SZ	乐普医疗	29.00	63.40	118.62	52.87	82.31	43.50	50.00	59.56	0.76	0.86
300010.SZ	立思辰	18.00	33.75	87.50	42.51	136.17	29.75	65.28	51.49	0.65	1.73
300011.SZ	鼎汉技术	37.00	69.01	86.51	72.90	97.03	68.60	85.41	82.22	1.10	1.20
300012.SZ	华测检测	25.78	45.88	77.97	45.85	77.85	38.20	48.18	59.95	1.26	0.95
300007.SZ	汉威电子	27.00	48.71	80.41	47.73	76.78	39.80	47.41	60.54	1.02	1.41
300009.SZ	安科生物	17.00	50.08	194.59	43.90	158.24	36.80	116.47	46.83	0.39	1.30
300008.SZ	上海佳豪	27.80	50.81	82.77	54.10	94.60	47.58	71.15	40.12	0.73	2.82
均值:											
全部股			65.82		70.64		70.37		69.50	0.72	1.58
环保股			76.12		107.21		140.00		76.02	0.81	2.44

资料来源: Wind,国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	265	183	197	406	营业收入	314	512	852	1324
应收款项	59	85	154	236	营业成本	163	251	396	609
存货净额	49	72	113	178	营业税金及附加	5	8	13	21
其他流动资产	28	45	76	118	销售费用	6	11	18	28
流动资产合计	401	385	541	938	管理费用	17	28	47	74
固定资产	60	537	514	491	财务费用	(1)	5	8	1
无形资产及其他	43	42	40	39	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	(1)	(2)	(2)	其他收入	1	0	0	0
资产总计	507	967	1097	1469	营业利润	124	209	370	592
短期借款及交易性金融负债	0	280	106	0	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	71	105	164	259	利润总额	124	209	370	592
其他流动负债	86	129	205	323	所得税费用	17	31	55	89
流动负债合计	156	514	474	581	少数股东损益	0	1	1	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	107	177	313	501
其他长期负债	13	26	39	52					
长期负债合计	13	26	39	52	现金流量表 (百万元)				
负债合计	169	540	513	633	净利润	107	177	313	501
少数股东权益	17	17	18	19	资产减值准备	(0)	(1)	0	0
股东权益	321	410	566	816	折旧摊销	5	17	29	30
负债和股东权益总计	507	967	1097	1469	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(2)	5	8	1
					营运资本变动	25	23	7	37
					其它	(2)	6	8	2
					经营活动现金流	135	222	358	569
					资本开支	(52)	(492)	(5)	(5)
					其它投资现金流	13	1	1	1
					投资活动现金流	(39)	(492)	(4)	(4)
					权益性融资	2	0	0	0
					负债净变化	0	280	(175)	(106)
					支付股利、利息	(6)	(94)	(164)	(251)
					其它融资现金流	1	280	(175)	(106)
					融资活动现金流	(3)	200	(326)	(344)
					现金净变动	121	(83)	15	208
					货币资金的期初余额	144	265	183	197
					货币资金的期末余额	265	183	197	406
					企业自由现金流	119	(271)	352	565
					权益自由现金流	601	5	171	459

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.97	1.20	2.13	3.41
每股红利	2.20	0.60	1.06	1.70
每股净资产	2.92	2.79	3.85	5.55
ROIC	37%	35%	46%	75%
ROE	33%	43%	55%	61%
毛利率	48%	51%	54%	54%
EBIT Margin	39%	42%	44%	45%
EBITDA Margin	41%	45%	48%	47%
收入增长	42%	63%	67%	55%
净利润增长率	43%	65%	77%	60%
资产负债率	37%	58%	48%	44%
息率	..	..	..	..
P/E	..	..	..	..
P/B	..	..	..	..
EV/EBITDA	..	..	..	..

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。

免责声明:

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。