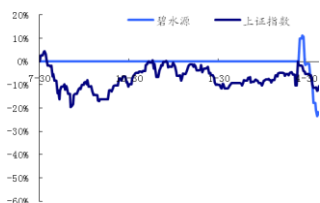


动态报告
公用事业
环保
碧水源(300070)
谨慎推荐
2010 年中报点评

2010 年 7 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	90.70
总股本/流通 A 股(百万股)	147.00/37.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	13,332.90/3,355.90
上证综指/深圳成指	2,633.66/10,825.17
12 个月最高/最低 (元)	168.80/69.00

财务数据

净资产值(百万元)	314.51
每股净资产(元)	2.14
市净率	42.39
资产负债率	25.93%
息率	

相关研究报告:

《碧水源新股定价: MBR 水处理领头羊, 将获市场青睐》——2010-4-21

《碧水源: 国内 MBR 水处理领头羊》——2010-4-6

分析师: 谢达成

电话: 021-60933161

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: SS0980210040032

分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080429

独立性声明:

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。

财报点评

业绩基本符合预期

● 业绩基本符合预期

公司上半年实现收入 1.72 亿元, 同比增长 63%, 归属母公司净利 0.47 亿元, 同比增长 41%, 折合基本 EPS0.39 元, 摊薄后 EPS0.32 元。收入和盈利分别占我们全年预测的 30% 和 27%, 基本符合预期。从历史上看, 公司业务具有明显季节性, 上半年业绩占全年的 30% 左右。

● 核心技术与产品毛利率如期上升

公司上半年收入主要来自昆明第四污水厂 (约 1 亿)、北京温榆河二期 (约 5000 万) 两个项目, 北京市场占 37%, 与基期持平。综合毛利率 46%, 下滑近 5BP, 细看北京项目由于经验积累及自购膜比例加大毛利率上升 7BP, 外埠项目毛利率下降 12BP, 是因为昆明第四污水厂采用 EPC, 涵盖了毛利率较低的项目土建与分包工程所致。应收账款较期初增长 169%, 与项目结算进度有关, 根据经验回收期一般在 1 年之内, 风险不大。期间费用率均出现小幅下降。

● 2H2010 预计以北京项目为主, 募投项目投产将带来正面影响

下半年, 预计公司将主要针对北京市区污水厂升级改造, 如清河、北小河再生水二期等。尽管在建工程投入完成比例较低, 但募投项目实际总投入可能低于预算, 因此进度基本符合计划, 2010 年中期已经投产, 年内达产率 50% 问题不大。下半年公司毛利率将有较大上升: (1) 昆明第四污水厂 EPC 工程接近尾声; (2) 膜基地下半年只要贡献 1.7 亿收入即可抵消半年新增折旧摊销, 超出部分即可带来毛利率的上升。管理费用率因摊销将有所提升, 预计全年 6.2%。

● 给予“谨慎推荐”评级

截止上半年公司新增订单 1 个多亿, 预计大量新签订单将集中于 3 季度, 北京项目正在进一步拓展, 昆明第四污水厂对滇池新项目拓展有积极意义, 仍维持全年新增 6、7 个亿订单的预测。家用净水器和并购是未来可关注点。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别 1.20/2.20/3.47 元, 对应动态 PE 水平分别为 76/41/26 倍, 考虑到公司未来 3 年年均 60% 以上复合高增长, 给予“谨慎推荐”。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	220.88	313.56	512	852	1,324
(+/-%)	6.93%	41.96%	63.2%	66.5%	55.4%
净利润(百万元)	74.82	107.19	177	323	510
(+/-%)	5.97%	43.26%	64.7%	83.2%	57.6%
每股收益 (元)	0.68	0.97	1.20	2.20	3.47
EBIT Margin			39.5%	43.5%	44.5%
净资产收益率 (ROE)	34.09%	33.37%	6.2%	10.8%	15.6%
市盈率 (PE)	133.34	93.08	75.5	41.2	26.2
EV/EBITDA			58.3	32.0	21.4
市净率 (PB)	45.45	31.06	4.68	4.43	4.09

表 1：碧水源 1H2010 盈利比较

	1H09	2H09	1H2010	YoY	HOH
营业收入	105.6	208.0	171.6	62.5%	-17.5%
营业成本	51.90	110.7	92.72	78.7%	-16.2%
营业税金及附加	1.82	3.1	4.49	146.3%	45.9%
销售费用	1.93	4.4	1.84	-4.7%	-58.3%
管理费用	11.00	5.1	13.26	20.6%	158.3%
财务费用	-0.51	(0.2)	-1.26	-146.1%	620.2%
资产减值损失	1.30	(1.3)	4.63	256.1%	-445.4%
公允价值变动收益		0.0			
投资收益	0.07	0.0	-0.63	-1028.0%	..
营业利润	38.23	86.2	55.31	44.7%	-35.8%
营业外收入	0.00	0.0	0.01	391.7%	..
营业外支出	0.00	0.0	0.20	6482.6%	9109.7%
利润总额	38.23	86.1	55.12	44.2%	-36.0%
所得税费用	4.64	12.1	7.56	62.9%	-37.5%
少数股东损益	-0.19	0.6	0.07	138.9%	-88.3%
净利润	33.59	74.0	47.56	41.6%	-35.8%
每股收益	0.31	0.67	0.32	5.9%	-51.9%
毛利率	50.9%	46.8%	46.0%	-4.9%	-0.8%
销售费用率	1.8%	2.1%	1.1%	-0.8%	-1.0%
管理费用率	10.4%	2.5%	7.7%	-2.7%	5.3%
EBIT/收入	36.9%	40.7%	34.6%	-2.3%	-6.1%
财务费用率	-0.5%	-0.1%	-0.7%	-0.2%	-0.7%
营业利润/营业收入	36.2%	41.4%	32.2%	-4.0%	-9.2%
实际所得税率	12.1%	14.1%	13.7%	1.6%	-0.3%
净利润率	31.8%	35.6%	27.7%	-4.1%	-7.9%

资料来源：公司公告，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	2242	2383	2636	营业收入	314	512	852	1324
应收款项	59	85	154	236	营业成本	163	256	396	609
存货净额	49	70	105	171	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	12	19	29
流动资产合计	401	2443	2719	3161	管理费用	17	34	54	76
固定资产	60	525	477	428	财务费用	(1)	(6)	(12)	(13)
无形资产及其他	43	64	101	138	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	30	30	30	其他收入	1	0	0	0
资产总计	507	3065	3331	3761	营业利润	124	209	382	602
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	71	102	153	248	利润总额	124	209	382	602
其他流动负债	86	74	112	179	所得税费用	17	31	57	90
流动负债合计	156	175	266	427	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	323	510
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	201	305	479	净利润	107	177	323	510
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	2846	3008	3263	折旧摊销	5	30	55	56
负债和股东权益总计	507	3065	3331	3761	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(2)	(6)	(12)	(13)
关键财务与估值指标					营运资本变动	25	(33)	(32)	(15)
	2009	2010E	2011E	2012E	其它	(2)	(5)	(11)	(12)
每股收益	0.97	1.20	2.20	3.47	经营活动现金流	135	167	336	540
每股红利	0.00	0.60	1.10	1.73	资本开支	(52)	(515)	(45)	(45)
每股净资产	2.92	19.36	20.46	22.20	其它投资现金流	13	(30)	0	0
ROIC	37%	31%	40%	61%	投资活动现金流	(39)	(545)	(45)	(45)
ROE	33%	6%	11%	16%	权益性融资	2	2437	0	0
毛利率	48%	50%	54%	54%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	39%	40%	43%	45%	支付股利、利息	(6)	(82)	(150)	(242)
EBITDA Margin	41%	45%	50%	49%	其它融资现金流	1	0	0	0
收入增长	42%	63%	67%	55%	融资活动现金流	(3)	2368	(137)	(229)
净利润增长率	43%	65%	83%	58%	现金净变动	121	1977	140	253
资产负债率	37%	7%	10%	13%	货币资金的期初余额	144	265	2242	2383
息率	0.0%	0.9%	1.6%	2.6%	货币资金的期末余额	265	2242	2383	2636
P/E	93.1	75.5	41.2	26.2	企业自由现金流	119	(346)	293	498
P/B	31.1	4.7	4.4	4.1	权益自由现金流	117	(341)	303	509
EV/EBITDA	79.8	58.3	32.0	21.4					

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

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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戩 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		黎敏 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		徐冉 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn