

碧水源(300070)

二季度业绩难呈现，高增长还看下半年

推荐（首次评级）

现价：91.32 元

主要数据

行业	公用事业/环保
公司网址	www.originwater.com/
大股东/持股	文剑平/25.44%
实际控制人/持股	文剑平/25.44%
总股本(百万股)	147.0
流通 A 股(百万股)	37.0
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	134.2
流通 A 股市值(亿元)	33.8
每股净资产(元)	19.13
资产负债率(%)	5.8

行情走势图



相关研究报告

研究员

邵青 S1060205070049  
0755-22622740  
shaoqing@pingan.com.cn

投资要点

■ 试水 EPC 暂时拉低毛利率

碧水源上半年实现收入 1.72 亿元，较上年同期增长 62.5%；实现归属母公司净利润 4748 万元，较上年同期增长 40.56%。二季度公司的毛利率为 45.0%，同比下降了近 3 个百分点，主要是由于今年二季度的收入中，有很大一部分来自于昆明第四污水厂改造项目的确认。而该项目属于 EPC 工程，有部分土建工程外包，从而拉低了公司项目毛利率。

■ 公司业绩有望在下半年释放

根据公司招股书披露，去年底公司共有 5 亿元未履行在手合同，扣除增值税后这批合同至少给公司 1—2 年内带来 4.3 亿元收入。预计下半年这笔收入有望被集中确认。公司 3 月份募集资金到位后，各个项目的建设进度已经按计划逐步展开，产能的扩张是下半年收入提升的重要保证。

■ 上半年预收款稳定并非接单停滞

今年上半年公司预收款为 6100 万元，较一季度下降 25 万元，基本保持稳定。但从历史来看，公司预收账款和订单余额相关性不强。我们认为上半年公司预收账款增长的停滞不是订单放缓的信号。

■ 看好 MBR 技术的长期发展

MBR 是一种将膜分离技术与传统生物处理技术相结合的新兴污水处理技术。与传统污水处理技术相比，该技术路线具有占地面积小，污水处理效率高等特征，这与我国城市带发展趋势的要求不谋而合。公司作为目前国内最大的采用 MBR 污水处理技术路线的系统方案解决商，有望随着行业的发展而快速崛起。

■ 首次给予“推荐”评级

我们预计公司 2010 年、2011 年 EPS 2.31 元，3.38 元，首次给予“推荐”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	206.6	220.9	313.6	522.6	888.4
YoY(%)	-	6.9	42.0	66.7	70.0
净利润(百万元)	70.6	74.8	107.2	176.4	335.7
YoY(%)	-	6.0	43.3	64.6	90.3
毛利率(%)	43.5	43.1	48.1	0.0	0.0
净利率(%)	34.2	33.9	34.2	33.8	37.8
ROE(%)	43.1	31.8	31.8	33.0	44.3
EPS(摊薄/元)	0.48	0.51	0.73	1.20	2.28
P/E(倍)	188.8	178.2	124.4	75.6	39.7
P/B(倍)	81.4	60.7	41.5	24.9	17.6

## 一、二季度的平淡来源于行业性质

碧水源上半年实现收入 1.72 亿元，较上年同期增长 62.5%；实现归属母公司净利润 4748 万元，较上年同期增长 40.56%。从二季度单季度来看，公司的表现较为平淡。但出于我们对公司技术路线和前景的看好，我们坚持对公司近年维持 70%以上增长的预测。

### 1.1 公司试水 EPC 项目暂时拉低毛利率

公司二季度的毛利率为 45.0%，同比下降了近 3 个百分点，环比下降 4 个百分点。主要是由于公司对新业务模式的尝试。

公司在去年 11 月份获得了第四污水厂的改造合同，合同原金额为 8000 万元，据我们了解，该金额后来扩展到 1.3 亿元左右。据我们估算，在今年二季度的收入中，有近 50%来自于该订单的最终确认。

**图表1 据估算，二季度 60%左右收入来自第四污水厂改造合同**

	金额
订单金额（亿元）	1.3
实际确认收入（亿元）	1.1
二季度该订单确认比例（估算，%）	60%
二季度该订单确认收入（亿元）	0.66
占公司二季度收入的百分比（%）	45.8%

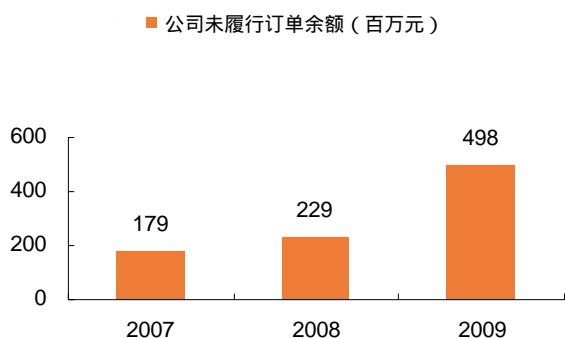
资料来源：平安证券研究所、Wind

由于昆明第四污水厂的项目属于 EPC 工程总包项目，公司将部分土建项目进行外包，这拉低了公司的总体毛利率，但公司的核心产品毛利率没有下降的趋势，我们判断下半年公司的毛利率将有所回升。

### 1.2 公司业绩有望在下半年释放

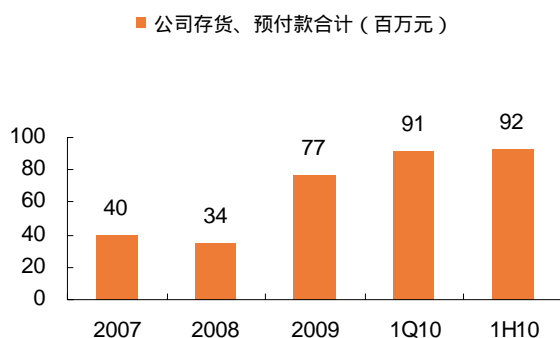
根据公司招股书披露，去年底公司共有 5.0 亿元未履行在手合同，扣除增值税后这批合同至少给公司 1—2 年内带来 4.3 亿元收入。预计下半年这笔收入有望被集中确认。

图表 2 公司未履行订单余额逐年递增



资料来源：招股书，平安证券研究所

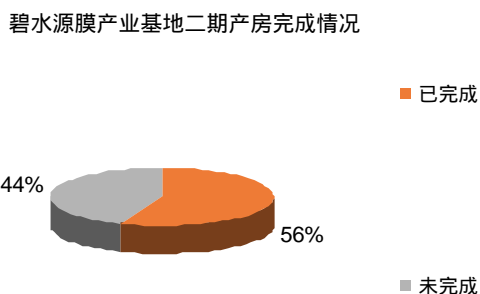
图表 3 公司存货、预付款合计未发生大幅增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

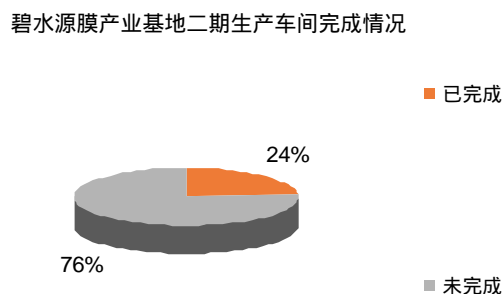
由于公司备货周期仅为 10 天左右，因此上半年并未进行大规模的备货，预付账款和存货基本保持稳定。这并不影响公司下半年收入的确认。此外，公司 3 月份募集资金到位后，各个项目的建设进度已经按计划逐步展开，产能的扩张是下半年收入提升的重要保证。

图表 3 碧水源产业基地二期产房完成情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 碧水源产业基地二期车间完成情况

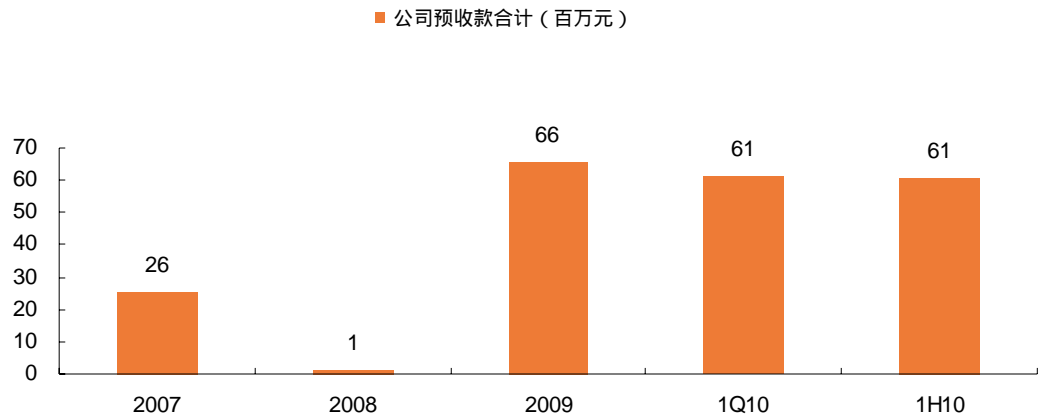


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、风物长宜放眼量

2008 年底，公司未确认订单为 2.28 亿元，较 2007 年有较大幅度提升，但同年预收账款不到 200 万元。因此，尽管上半年公司预收账款增长有所停滞，但并不是订单放缓的信号。我们了解到，公司上半年订单数额稳步增长。

图表5 公司预收款和未确认订单并不存在直接关联



资料来源

MBR 是一种将膜分离技术与传统生物处理技术相结合的新兴污水处理技术。与传统污水处理技术相比，该技术路线具有占地面积小，污水处理效率高特征。公司是目前国内最大的 MBR 污水处理系统方案提供商。

图表6 MBR技术较传统污水处理技术有较大的优势

	MBR	活性污泥法
出水水质	优良、稳定	一般、不稳定
占地面积	小	大
剩余污泥	少	多
运营管理	易	难

资料来源：平安证券研究所、Wind

我们认为，城市带建设是我国城市化的重要方向。城市半径的扩大将导致城市污水难以在城外进行处理，而较高的地价和对处理后污水清洁度较高的要求契合了 MBR 污水处理技术路线的特点，催生了对 MBR 技术路线的长期需求。我们认为，公司将随着 MBR 污水处理行业的快速增长长期保持较高的增速。预计今明两年公司 EPS 将分别达到 1.20 元，2.28 元，给予“推荐”评级。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257