

公司研究

公司点评

首次评级：短期\_中性，长期\_A

## 外省业务拓展取得进展，超募资金助推公司长期发展

——碧水源(300070)公司点评

### 核心观点

**公司公布半年报。**公司实现营业收入 17,162 万元，比上年同期增长 62.53%，实现净利润 4,755 万元，比上年同期增长 41.57%。每股收益为 0.39 元，比上年同期增长 25.81%。

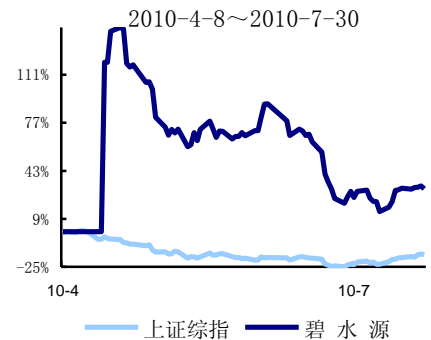
**1、收入和利润同比大幅增长，异地拓展取得进展。**公司收入增长主要原因是公司在北京和外埠地区的项目收入出现大幅增长。公司在北京地区实现的收入为 6,351.21 万元，比去年同期增长 58.23%；公司外埠市场实现收入 10,811.04 万元，比去年同期增长 65.45%；外埠市场开拓已取得明显进展。

**2、公司毛利率出现下滑。**上半年公司毛利率 46%，比 09 年全年下降 2 个百分点。公司营业成本较上年同期增幅大于收入增幅，导致整体毛利率较上年同期有所降低，主要原因是承接的昆明第四污水处理厂改造项目系公司第一次以 EPC 方式承接的工程总包项目，其收入涵盖了该项目的土建等分包工程，因而导致了毛利率的下降，但上半年公司的核心技术与产品毛利率并未出现下降。

**3、募集资金投资项目投产进一步提升公司竞争力。**2010 年上半年，随着募集资金投资项目之一“超/微滤膜系列产品生产线”的部分建成与膜材料的逐渐实现自给，公司产品与技术服务的性价比优势进一步显现。公司上市后，资金实力大增，可以对部分客户采取 BT 或垫资建设等多种方式为客户提供服务，进一步提升公司的综合服务能力与竞争力。将有利于公司进一步扩大业务领域，可以将业务领域延伸到给水膜处理技术、传统污水处理后增加的连续膜过滤技术（CMF 技术），以及家用、商用膜法净水器等领域，延伸膜技术产品的服务领域与范围。

**4、盈利预测和投资评级。**预计公司 2010-2012 年营业收入为 5.0、7.1、10.1 亿元，每股收益为 1.36、2.1、3.22 元，对应市盈率为 66、43、28 倍，我们看好公司 MBR 技术在国内的发展空间和公司上市后业务区域和范围的进一步拓展，但短期内估值合理，给予公司“中性-A”的投资评级。

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	14700.00
流通A股(万股)	3700.00
52周内股价区间(元)	69.0-175.58
总市值(亿元)	132.15
总资产(亿元)	5.07
每股净资产(元)	2.92

目标价 6个月  
12个月

### 相关报告

1.《国都证券-公司研究-新股研究-碧水源(300070):污水处理行业领先者》  
2010-04-05

### 研究员: 巩俊杰

电话: 010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

### 联系人: 鲁儒敏

电话: 010-84183246

Email: lurumin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

公司公布半年报。公司实现营业收入 17,162 万元，比上年同期增长 62.53%，实现净利润 4,755 万元，比上年同期增长 41.57%。每股收益为 0.39 元，比上年同期增长 25.81%。

## 一、收入和利润同比大幅增长，异地拓展取得进展

公司收入和利润同比分别大幅增长 63%和 42%，符合我们预期。公司收入增长主要原因是公司在北京和外埠地区的项目收入出现大幅增长。公司在北京地区实现的收入为 6,351.21 万元，比去年同期增长 58.23%；公司外埠市场实现收入 10,811.04 万元，比去年同期增长 65.45%；外埠市场开拓已取得明显进展。2007-2009 年，公司北京地区主营收入占当期主营业务收入的比重分别为 98.75%、96.73%、44.71%，经营区域相对集中，但公司今年异地拓展取得明显进展，这与公司经营实力和品牌形象提升有关。随着公司收入地区结构的进一步优化，公司收入有望保持高速增长。

## 二、公司毛利率出现下滑

上半年公司毛利率 46%，比 09 年全年下降 2 个百分点。公司营业成本较上年同期增幅大于收入增幅，导致整体毛利率较上年同期有所降低，主要原因是承接的昆明第四污水处理厂改造项目系公司第一次以 EPC 方式承接的工程总包项目，其收入涵盖了该项目的土建等分包工程，因而导致了毛利率的下降，但上半年公司的核心技术与产品毛利率并未出现下降。但公司募集资金后，利息收入大增，导致财务费用明显下降。另外，公司研发费用投入 1,205.70 万元，比去年同期增加 81.29%。研发费用投入增加将确保公司在膜材料技术及 MBR 技术领域的领先水平。

## 三、募集资金投资项目投产进一步提升公司竞争力

公司上市时实际募集资金为 24.4 亿元，募集资金投资项目主要为“膜组器扩大生产及其研发、技术服务与运营支持中心”和“超/微滤膜系列产品生产线”两个项目。公司自行生产 PVDF 膜的单位成本比外购 PVDF 膜的单位成本降低了 63.22%。2010 年上半年，随着募集资金投资项目之一“超/微滤膜系列产品生产线”的部分建成与膜材料的逐渐实现自给，公司产品与技术服务的性价比优势进一步显现。

公司上市后，资金实力大增，可以对部分客户采取 BT 或垫资建设等多种方式为客户提供服务，进一步提升公司的综合服务能力与竞争力。将有利于公司进一步扩大业务覆盖区域；也将有利于公司进一步扩大业务领域，可以将业务领域延伸到给水膜处理技术、传统污水处理后增加的连续膜过滤技术（CMF 技术），以及家用、商用膜法净水器等领域，延伸膜技术产品的服务领域与范围，让客户有更多的选择，提升了公司的综合服务能力。

## 四、盈利预测和投资评级

预计公司 2010-2012 年营业收入为 5.0、7.1、10.1 亿元，每股收益为 1.36、2.1、3.22 元，对应市盈率为 66、43、28 倍，我们看好公司 MBR 技术在国内的发展空间和公司上市后业务区域和范围的进一步拓展，但短期内估值合理，给予公司“中性-A”的投资评级。

**表 1: 碧水源盈利预测表**

项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	22088.0	31356.3	50170.1	71241.6	101163.1
减: 营业成本	12563.3	16260.2	22764.3	29462.9	38132.8
营业毛利	9524.7	15096.2	27405.9	41778.7	63030.3
减: 营业税金及附加	314.9	490.4	784.6	1114.2	1582.1
资产减值损失	171.2	-4.0	-6.4	-9.1	-13.0
销售费用	493.7	633.8	1014.1	1440.0	2044.9
管理费用	811.0	1612.9	2580.6	3664.5	5203.6
财务费用	-380.6	-68.7	-136.9	-246.5	-701.7
加: 投资净收益	-10.4	6.8	10.9	15.5	22.0
营业利润	8104.1	12438.6	23180.8	35831.0	54936.4
加: 营业外收入	717.4	0.1	0.2	0.3	0.4
减: 营业外支出	24.4	0.5	0.8	1.2	1.7
利润总额	8797.1	12438.2	23180.1	35830.1	54935.1
减: 所得税	1329.8	1674.8	3121.1	4824.4	7396.8
少数股东损益	-15.0	44.2	82.4	127.4	195.4
归属于母公司所有者的 净利润	7482.3	10719.2	19976.6	30878.3	47342.9
每股收益 (元)	0.51	0.73	1.36	2.10	3.22
市盈率	177	123	66	43	28

数据来源: 国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			