

## 公司推行股权激励方案, 调动管理层和员工积极性

——碧水源(300070)公司点评

### 核心观点

1、**公司公布股票期权激励计划草案。**公司拟向激励对象授予 400 万份股票期权（其中预留 10%，40 万份），计划首次授予的股票期权的行权价格为 91.95 元；激励计划涉及的激励对象包括公司高级管理人员以及董事会认为需要激励的其他人员共计 120 人。

2、**行权条件门槛较低。**公司提出的主要行权条件是 2010-2012 年业绩相对于 2009 年分别增长 50%、100%、170%，换算成年度增长率分别是 50%、33%、35%，今年上半年公司净利润同比增长了 42%，公司 2009 年年末已签约尚未履行完毕的合同金额 49,765 万元，预计 2010 年公司业绩实现 50%以上的增长是大概率事件。我们认为公司提出的这个行权条件门槛较低，成功行权的可能性较大。

3、**提高管理层积极性和吸引人才。**公司选择 Black-Scholes 模型来计算期权的公允价值，并于 2010 年 8 月 4 日用该模型对首次授予的 360 万份（不包括预留部分）股票期权的公允价值进行了预测算（授予时进行正式测算）：公司每份股票期权价值为 25.466 元，首次授予的 360 万份股票期权总价值为 9167.84 万元。参与该股权激励计划的员工为 120 人，平均每人激励金额为 76.4 万元，我们认为本次股权激励计划将充分调动公司高层管理人员及员工积极性，吸引优秀人才加盟公司。

4、**盈利预测和估值。**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，但是建议股价跌至合理区间后积极买入。

### 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)	144.35
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

- 《国都证券-公司研究-公司点评-碧水源(300070):外省业务拓展取得进展, 超募资金助推公司长期发展》 2010-08-02
- 《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

### 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	314	502	712	1,012
同比增速(%)	41.96%	60.00%	42.00%	42.00%
净利润(百万)	107	200	309	473
同比增速(%)	43.26%	86.36%	54.57%	53.32%
EPS(元)	0.73	1.36	2.10	3.22
P/E	101.24	79.19	45.25	24.55

### 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。

## 一、公司公布股票期权激励计划草案

1、公司拟向激励对象授予 400 万份股票期权（其中预留 10%，40 万份）。股票来源为碧水源向激励对象定向发行股票。

2、本激励计划首次授予的股票期权的行权价格为 91.95 元。

3、激励对象的范围：本激励计划涉及的激励对象包括公司高级管理人员以及董事会认为需要激励的其他人员共计 120 人，但不包括公司的独立董事、监事。公司的高级管理人员包括公司总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监。

4、行权安排：本计划有效期为自首次股票期权授权之日起计算，最长不超过 5 年。每份股票期权自相应的授权日起 4 年内有效。本计划首次授予的股票期权自本期激励计划首次授权日起满 12 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三期行权。

5、主要行权条件：在本股票期权激励计划有效期内，以 2009 年净利润为基数，2010-2012 年相对于 2009 年的净利润增长率分别不低于 50%、100%、170%。2010-2012 年营业收入相比于 2009 年增长率分别不低于 60%、120%、200%。

## 二、行权条件门槛较低

公司提出的主要行权条件是 2010-2012 年业绩相对于 2009 年分别增长 50%、100%、170%，换算成年度增长率分别是 50%、33%、35%，今年上半年公司净利润同比增长了 42%，公司 2009 年年末已签约尚未履行完毕的合同金额 49,765 万元，预计 2010 年公司业绩实现 50%以上的增长是大概率事件。我们认为公司提出的这个行权条件门槛较低，成功行权的可能性较大。

## 三、提高管理层积极性和吸引人才

公司选择 Black-Scholes 模型来计算期权的公允价值，并于 2010 年 8 月 4 日用该模型对首次授予的 360 万份（不包括预留部分）股票期权的公允价值进行了预测算（授予时进行正式测算）：公司每份股票期权价值为 25.466 元，首次授予的 360 万份股票期权总价值为 9167.84 万元。参与该股权激励计划的员工为 120 人，平均每人激励金额为 76.4 万元，我们认为本次股权激励计划将充分调动公司高层管理人员及员工的积极性，吸引优秀人才加盟公司，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，也将有利于公司的长远发展。

## 四、盈利预测和估值

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，但是建议股价跌至合理区间后积极买入。

**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	193	135	72	47	30

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	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	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@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			