

碧水源(300070)

上善若水，适时而动

推荐 (维持)

现价: 100.20 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

碧水源(300070): 二季度业绩难呈现, 高增长还看下半年 2010.7.29

研究员

曾凡

S1060210080002
0755-22625952
zengfan323@pingan.com.cn

王凡

S1060209110191
0755-22624183
Wangfan007@pingan.com.cn

投资要点

■ 碧水源三季度已开始逐步释放利润

公司前三季度实现收入 2.22 亿元, 较上年同期增长 73.8%; 实现归属母公司净利润 6304 万元, 较上年同期增长 57.5%。收入和利润的同比增幅已较半年报时有明显的提升, 反映公司在第三季度已开始逐步释放利润。

■ EPC 项目对公司毛利率的影响已逐步消弭

公司三季度的毛利率为 55.3%, 环比上升约 10 个百分点, 表明二季度昆明第四污水处理厂 EPC 项目对公司的影响已逐步过去, 公司毛利率已逐步恢复正常水平。公司前三季度的管理费用增长率低于收入增速, 是公司规模效应和卓越管理水平的体现。

■ 短期内公司将延伸产业链作为提升盈利能力的重要手段

公司针对污水处理市场状况, 拟以市政污水处理主业为中心, 适时进入污水处理运营、循环水应用、污泥处理等领域, 延伸产业链, 发挥技术及规模优势, 提升盈利能力。

■ 环保标准的持续提升是公司发展的长期动力

据了解, 我国部分地区(如北京)已经正在酝酿提升污水排放标准, 预计“十二五”期间我国的污水排放标准将进一步提高。公司作为污水深度处理的领军企业, 将在排放标准提升的大潮中受益。

■ 维持“推荐”评级

考虑到公司目前仍有 10 个亿以上的在手订单, 我们维持公司 2010 年、2011 年每股收益 2.31 元, 3.38 元的预计, 维持“推荐”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万)	206.6	220.9	313.6	522.6	888.4
YoY(%)	—	6.9	42.0	66.7	70.0
净利润(百万)	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、三季度已逐步开始释放利润

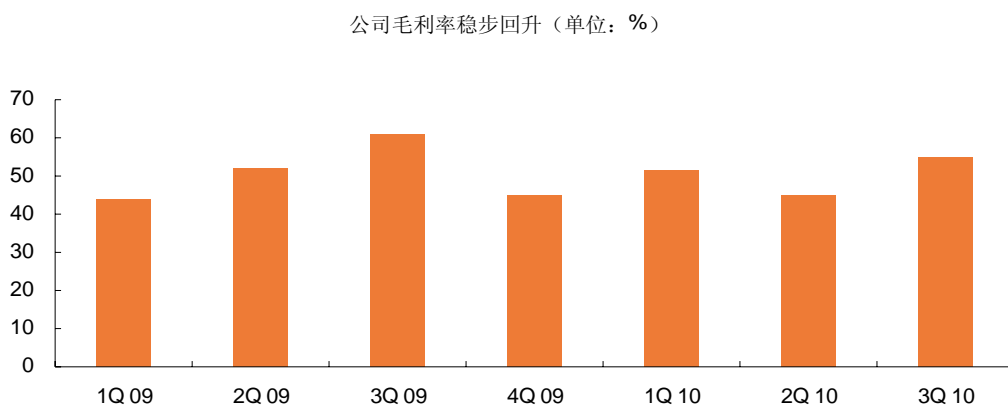
碧水源前三季度实现收入 2.22 亿元，较上年同期增长 73.8%；实现归属母公司净利润 6304 万元，较上年同期增长 57.5%。收入和利润的增幅已较半年报时的 62.5%和 40.6%有明显的提升，反映公司在第三季度已开始逐步释放利润。

目前公司拥有的在手订单在 10 亿元以上，是公司短期内业绩快速增长的保证。我们坚持对公司近年维持 70%以上增长的预测。

1.1 EPC 项目对公司毛利率的影响已逐步消弭

公司三季度的毛利率为 55.3%，环比上升约 10 个百分点。表明二季度昆明第四污水处理厂对公司的影响已逐步过去，公司毛利率已逐步恢复正常水平。

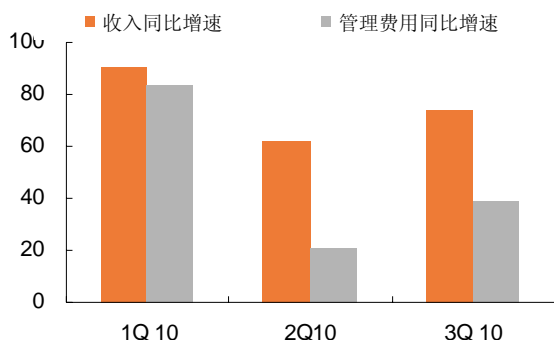
图表1 公司逐季毛利率已恢复到正常水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

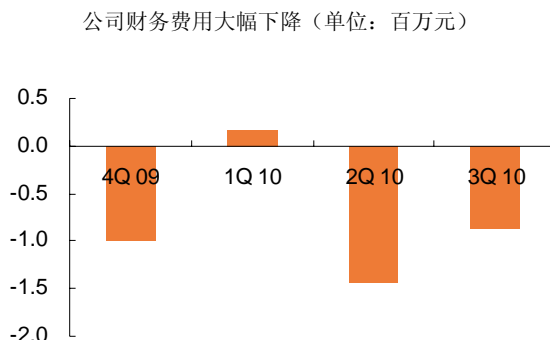
前三季度公司的管理费用较上年同期增加了 39.40%，低于公司收入增长水平，体现了公司收入增长带来的规模效应和良好的管理水平。公司的财务费用为 -211.6 万元，主要是公司募集资金入账，利息收入较去年同期大幅增加所致。

图表 2 公司管理费用增长率低于收入（单位：%）



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 3 公司财务费用大幅下降（单位：百万元）



资料来源：公司资料，平安证券研究所

1.2 在手订单保证公司短期业绩

今年三季度，公司陆续取得了北京排水集团有限公司等下游客户的订单，并组建了云南城投碧水源等子公司。据我们了解，目前公司在手订单在 10 亿元以上，足以保证公司今明两年的业绩增长。

图表4 公司三季度部分订单及成立的子公司

时间	公司订单及对外投资
2010 年 8 月 5 日	公司与北京城市排水集团等公司签订了 3.8亿元人民币的合同
2010 年 9 月 16 日	公司与南京水务合资组建了南京水务科技有限责任公司
2010 年 10 月 11 日	并表云南城投碧水源科技

资料来源：《碧水源招股书》，平安证券研究所整理

二、上善若水，适时而动

2.1 短期内公司将延伸产业链作为提升利润的重要手段

目前我国污水深度处理市场呈现向发达地区、重点流域集中的现象，而北方缺水地区因受到经济条件的限制，市场尚未启动。公司针对这一市场状况，拟以市政污水处理主业为中心，适时进入污水处理运营、循环水应用、污泥处理等领域，延伸产业链，发挥技术及规模优势。

市场地域的选择上，公司在维护北京、云南、江苏等地市场的同时，将继续强化外地市场的拓展工作，积极向山东、河北、天津、广东、湖北、湖南、重庆、浙江等重点地区延伸。其中广东、湖北、浙江等经济发达地区将是公司重点发展的市场。

2.2 环保标准的持续提升是公司发展的长期动力

据了解，我国部分地区（如北京）已经正在酝酿提升污水排放标准，预计“十二五”期间我国的污水排放标准将进一步提高。公司作为污水深度处理的领军企业，将在排放标准提升的大潮中受益。

水的循环使用是公司未来市场的真正爆发点。我们依然坚持以碧水源为代表的污水深度处理企业未来真正的市场是在北方缺水地区的观点。我们预计，随着地方财政状况的改善和工业的发展，循环用水巨大的经济效益和政治效益将日益凸显，从而为公司带来源源不断的订单。

维持公司今明两年每股收益 1.20 元，2.28 元的预计。维持“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