

## 产品认可度提升 业绩超预期增长

谨慎推荐 首次评级

分析师: 冯大军 ☎: (8610) 6656 8837 ✉: fengdajun@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130110014638  
邹序元 ☎: (8610) 6656 8668 ✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130208061595

### 1. 事件

2011年1月15日,碧水源发布2010年年度业绩预告、利润分配及公积金转增股本预案:2010年实现归属于上市公司股东的净利润约为1.72亿~1.93亿元,同比增长60%-80%;以公司2010年末总股本14700万股为基数,由资本公积金向全体股东每10股转增10~12股,现金分配方案未定。

### 2. 我们的分析与判断

公司2010年的业绩增长率,超过了我们前期50%的预期值。公司在2010年国家节能减排的大背景下,较好地抓住了各地污水处理厂提标升级改造机会,保持了持续增长的良好发展态势;同时,随着公司募投项目的逐步实施,公司2010年实现了膜材料的完全自主生产与自给,增强了公司的核心竞争力。随着公司实力的进一步增强,经营规模不断扩大,2010年销售收入保持了良好的增长势头,相应的业绩与效益保持了同步增长。

我们认为公司未来业绩能否继续保持高速增长,主要取决于以下影响因素:

#### (一) ..... 污水 水处理费、排放标准及其执行力度决定了 MBR 实际的市场容量

从理论上分析,膜生物反应器(MBR)的市场空间巨大。MBR是未来城市污水和工业污水处理与回用领域最具吸引力和竞争力的技术,也是21世纪水处理的关键技术,是替代传统工艺的最佳选择,是我国当前重点鼓励发展的污水处理设备,预计到2015年MBR的市场容量至少有300亿元。

我们认为污水处理费、排放标准及其执行力度决定了MBR实际的市场容量,主要基于以下原因:(1)如果收取的污水处理费低于1元/吨,当地政府不会进行大规模的市政污水深度处理。目前我国只有不到一半的大中城市污水处理费高于0.8元/吨,并主要集中在东部经济相对发达地区,MBR大规模应用与当地经济发展水平密切相关。(2)如果污水排放标准不提高或其执行力度不强,当地企业将没有动力进行工业污水深度处理。在目前没有将环境成本转移到最终消费者的情形下,处理标准提高会降低企业经营利润。

我们看好MBR的市场发展前景,预计我国未来5年MBR市场年均增长率至少有30%。在“十二五”期间,我国环保标准将从单一污染物总量控制,转变为多指标总量和浓度同时控制,相应的环保投资将同比大幅增加。我们将根据经济发展和行业政策的变化,动态调整对MBR实际市场容量的预期。

#### (二) 技术领先、长期运行效果及成本决定了公司产品的市场拓展空间

公司在国际公认的MBR工艺技术、膜组器设备技术和膜材料制造技术三大关键领域,全面拥有核心技术与知识产权。公司建立了一套成熟的技术服务与运营服务模式,能够提供具有较强竞争力的价格,以较优的性价比占领市场。公司承担建设了国内第一个大规模MBR工程和世界已建成运行的超大规模的MBR工程,是目前国内城市污水处理领域MBR技术实力与综合经营实力最强的企业,在大型MBR项目建设方面已跻身国际先进企业行列。

我们认为 MBR 市场空间巨大不代表公司能保持高速增长，公司产品的市场拓展空间取决于技术领先、长期运行效果及成本等因素，主要基于以下分析：（1）未来 MBR 市场上各家产品的竞争将日趋白热化，保持技术领先将显公

司长期发展的核心竞争力。公司上市后加大了研发中心的建设投入，技术目前处于国内领先水平，但是不能确定一直保持技术优势。(2) 国产化是 MBR 市场的发展趋势，将给公司带来巨大的替代市场空间。但是与国外公司 MBR 产品相比，公司大部分产品的应用时间还不到 2 年，能否保证长期稳定的运行效果，将是检验公司产品性能的硬指标。另外，在保证长期运行效果的前提下，不断降低 MBR 运行成本，是公司开拓潜在市场的最佳方法。

我们看好公司的未来发展前景，预计公司未来 3 年业绩有望保持 60% 的年均增长率。目前公司产品的客户认可度逐渐提升，市场拓展已经取得了阶段性成果，在手订单基本能够保证近几年的业绩高增长。我们将根据公司产品和订单情况的变化，动态调整对公司业绩增长的预期。

### 3. 投资建议

我们预测公司 2010-2012 年的营业收入分别为 5.6 亿、8.8 亿和 14.1 亿元，每股收益分别为 1.27 元、2.13 元和 3.53 元（未考虑股本变化），对应动态市盈率分别为 88X、52X、31X。我们认为我国 MBR 的市场发展前景广阔，公司作为行业中龙头企业，未来业绩增长超预期是大概率事件，因此首次给予公司“谨慎推荐”投资评级。

表 1: 公司目前主要的 MBR 应用项目

项目名称	处理能力（万吨/天）	开始时间（年）
北京清河再生水厂二期	15	2009
湖北十堰神定河污水处理厂改造工程	11	2009
北京顺义引温济潮奥运配套工程	10	2007
北京温榆河资源化工程二期	10	2009
昆明市第四污水处理厂改造工程	6	2009
无锡市城北污水处理厂四期	5	2009
北京丰台河西再生水厂工程	5	2010
北京密云再生水厂	4.5	2005
北京平谷再生水厂	4	2007
北京门头沟再生水厂	4	2008
北京北小河再生水厂二期	4	2009
北京怀柔再生水厂	3.5	2006
北京延庆再生水厂	3	2008
无锡市硕放污水处理厂二期工程	2	2008
无锡市胡埭污水处理厂	2	2009
黑龙江同江污水处理厂	2	2009
北京市房山区城关再生水厂及回用管网工程	2	2010
北京昌平南口工业区再生水厂	1	2009
合计	94	

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

**表 2: 碧水源 (300070) 财务报表预测**

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	144	265	2942	3240	3741	营业收入	221	314	555	884	1412
应收票据	0	13	23	36	58	营业成本	126	163	284	442	692
应收账款	34	45	80	127	202	营业税金及附加	3	5	9	14	22
预付款项	19	28	28	28	28	销售费用	5	6	11	18	29
其他应收款	8	1	1	1	1	管理费用	8	16	39	55	73
存货	14	49	85	132	207	财务费用	-4	-1	-8	-15	-17
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0	0
长期股权投资	1	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	36	35	55	73	89	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	25	22	22	22	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	81	124	221	370	614
无形资产	22	43	43	42	41	营业外收支净额	7	0	0	0	0
长期待摊费用	1	2	2	2	2	税前利润	88	124	221	370	614
资产总计	284	507	3282	3706	4394	减: 所得税	13	17	33	56	92
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	75	108	188	315	522
应付票据	0	0	0	0	0	母公司净利润	75	107	187	314	520
应付账款	34	71	122	189	296	少数股东损益	0	0	1	1	2
预收款项	1	66	121	210	351	基本每股收益	0.68	0.97	1.27	2.13	3.53
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.68	0.97	1.27	2.13	3.53
应交税费	14	11	11	12	12	<b>财务指标</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
其他应付款	0	5	5	5	5	<b>成长性</b>					
其他流动负债	0	5	5	5	5	营收增长率	6.93%	41.96%	77.14%	59.19%	59.64%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	5.33%	56.34%	72.17%	66.80%	67.99%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	5.97%	43.26%	74.46%	67.71%	65.67%
负债合计	49	169	310	513	836	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	235	338	2972	3193	3559	销售毛利率	43.12%	48.14%	48.84%	50.00%	50.97%
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	销售净利率	33.81%	34.33%	33.81%	35.62%	36.96%
净利润	75	108	188	315	522	ROE	34.09%	33.37%	6.33%	9.88%	14.69%
折旧与摊销	3	5	3	4	4	ROIC	28.57%	31.62%	6.09%	9.45%	14.24%
经营现金流	105	135	243	398	659	<b>估值倍数</b>					
投资现金流	-42	-39	-20	-20	-20	PE	164.66	114.93	88.04	52.49	31.69
融资现金流	-25	-3	2454	-79	-138	P/S	55.78	39.29	29.64	18.62	11.66
现金净变动	38	93	2676	299	501	P/B	75.00	51.26	5.57	5.19	4.65
期初现金余额	138	144	265	2942	3240	股息收益率	0.04%	0.09%	0.34%	0.57%	0.95%
期末现金余额	177	237	2942	3240	3741	EV/EBITDA	149.24	94.22	62.98	37.19	21.50

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032  
电话：010-66568888  
传真：010-66568641  
网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849  
上海地区联系： 010-66568281  
深圳广州地区联系： 010-66568908