

碧水源 (300070)

订单确认偏缓不改长期投资价值

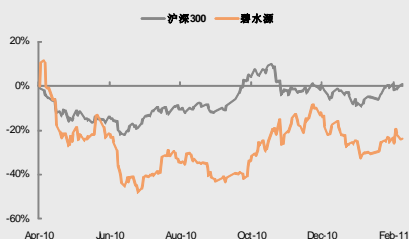
强烈推荐 (维持)

现价: 115.00 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
流通 A 股(百万股)	37
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	169.18
流通 A 股市值(亿元)	42.58
每股净资产(元)	19.97
资产负债率(%)	6.84

行情走势图



相关研究报告

- 事项点评-碧水源 (300070) ——收入增长确定性增强 (2011-1-17)
- 事项点评-碧水源 (300070) ——工业污水处理领域的新起点 (2010-12-02)
- 事项点评-碧水源 (300070) ——运营业务又下一城 (2010-12-02)

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 (300070) 发布2010年年报, 实现收入5 亿元, 较上年同期增长60%; 实现归属母公司净利润1.77 亿元, 较上年同期增长 65%。

■ 订单确认进程导致收入略低于预期

我们此前预计公司今年收入和归属母公司净利润分别为 5.22 亿元和 1.96 亿元, 实际业绩略低于预期。需要强调的是, 近几个月污水深度处理市场发展增速进一步提升, 我们推断公司的订单也在维持快速增长, 公司业绩低于预期主要是产能限制、订单确认速度低于预期所致。

■ 下半年高毛利收入不足导致毛利率偏低

公司今年毛利率为 48.6%, 略低于我们此前 49.6% 的预期。今年二季度昆明第四污水处理厂 EPC 项目的确认给毛利率带来了一定的冲击 (见前期报告《碧水源(300070)——二季度业绩难呈现, 高增长还看下半年》); 随着该项目结算完毕, 三、四季度的毛利率回升到正常水平。但由于下半年高毛利收入增长低于我们的预期, 因此不足以将毛利率提升至预期水平。

■ 研发费用大幅提升为长远发展奠定基础

2010 年公司期间费用总额为 3775 万元, 较上年同期增长 68%, 略高于预期。从结构上看, 销售费用基本与去年持平, 增速仅为 8.3%, 体现了较好的市场环境和公司市场品牌的树立; 管理费用增长 91.53%, 主要是研发费用大幅提升, 我们认为这将为公司未来的长期发展奠定基础。

■ 财务费用高于预期

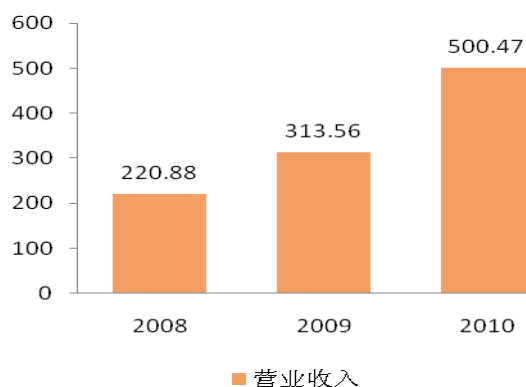
公司 2010 年财务费用为负的 1552 万元, 高于我们此前预期。我们根据今年观察到的情况, 对公司募集资金的存款利率进行了调整, 由原先的三个月定存 1.91% 下调至 1%。

■ 维持“强烈推荐”评级

“十二五”期间, 我国在维持经济总量快速增长的前提下, 大幅降低污染物排放总量, 这将给污水处理提标改造市场带来空间。公司作为生活污水深度处理和回用水生产的龙头企业, 有望获得高速增长。预计摊薄后公司 2011 年、2012 年每股收益为 2.58 元、3.43 元, 目前价格仍为低估, 维持“强烈推荐”评级。

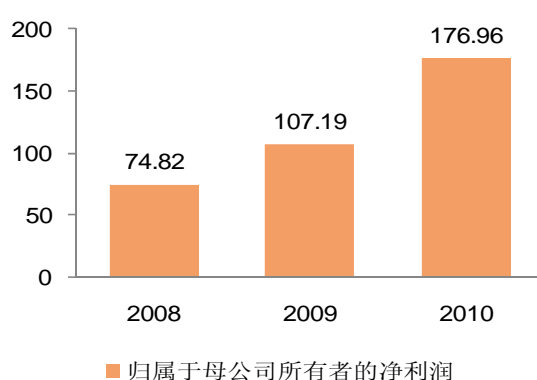
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	220.9	313.6	500.5	1036.0	1491.8
YoY(%)	#DIV/0!	42.0	59.6	107.0	44.0
归属母公司净利润(百万元)	74.8	107.2	177.0	379.5	504.9
YoY(%)	6.0	43.3	65.1	114.4	33.0
毛利率(%)	43.1	48.1	48.6	51.8	50.0
净利率(%)	33.9	34.2	35.4	36.6	33.8
ROE(%)	31.8	31.8	6.1	11.6	14.0
EPS(元)	0.51	0.73	1.20	2.58	3.43
P/E(倍)	216.7	151.3	91.6	42.7	32.1

图表1 公司营业收入 单位：百万元



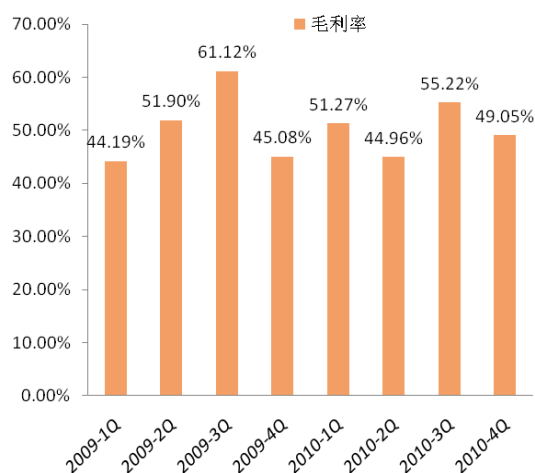
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 归属于母公司所有者的净利润 单位：百万元



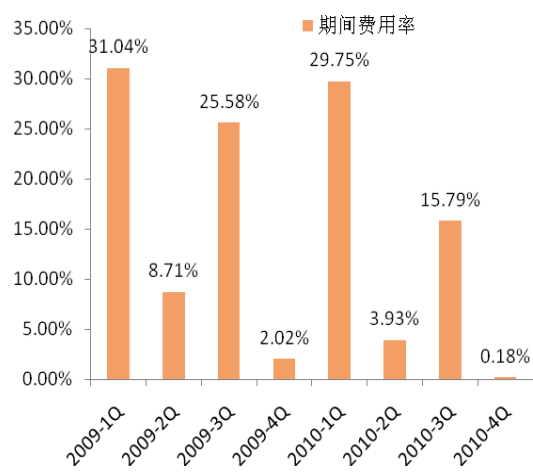
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 2009—2010年公司分季度毛利率



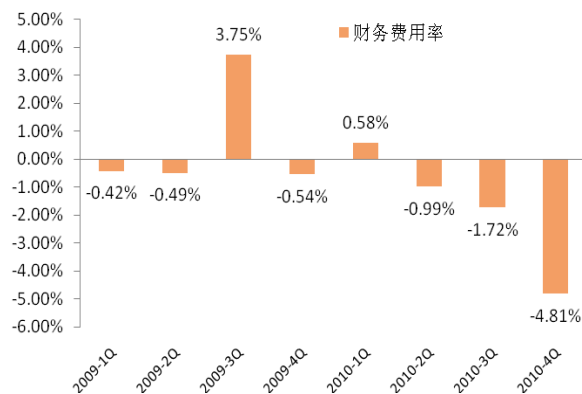
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 2009—2010年公司分季度期间费用率



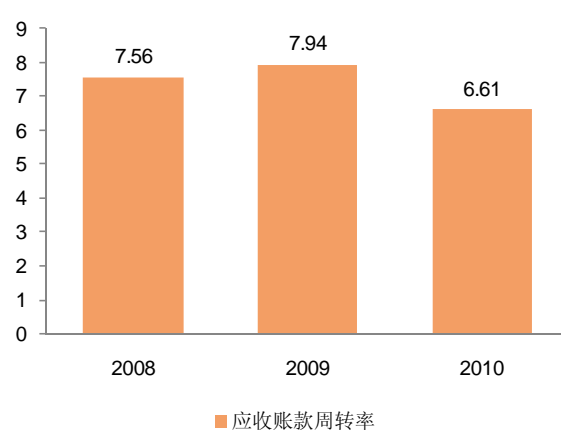
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 2009—2010年公司分季度财务费用率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 2008—2010年公司应收账款周转率 单位：次



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	400.8	2812.6	2907.7	3475.4
现金	265.2	2632.1	2554.8	2934.5
应收账款	57.8	109.4	192.3	292.7
其他应收款	0.0	0.0	0.0	0.0
预付账款	28.3	17.2	65.8	92.6
存货	48.5	41.4	82.2	143.0
其他流动资产	1.0	12.6	12.6	12.6
非流动资产	106.6	359.3	855.9	876.6
长期投资	0.0	30.6	30.6	30.6
固定资产	34.9	169.1	157.7	536.6
无形资产	46.7	130.4	131.4	132.4
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	507.4	3171.9	3763.6	4352.0
流动负债	156.2	189.8	430.3	638.2
短期借款	0.0	0.0	100.0	100.0
应付账款	70.5	133.0	203.3	337.5
其他流动负债	19.9	41.3	41.3	41.3
非流动负债	13.0	27.2	27.2	27.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	13.0	27.2	27.2	27.2
负债合计	169.2	217.0	457.5	665.4
少数股东 权益	17.0	20.0	35.8	79.7
股本	110.0	147.0	147.0	147.0
资本公积	22.6	2445.9	2445.9	2445.9
留存收益	188.6	342.1	677.5	1014.0
归属母公司股东	321.2	2935.0	3270.3	3606.9
负债和股东权益	507.4	3171.9	3763.6	4352.0

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	135.0	177.5	372.7	576.4
净利润	107.6	179.4	395.3	548.8
折旧摊销	4.7	10.3	5.7	30.3
财务费用	-2.0	0.1	-19.9	-19.5
投资损失	-0.1	-0.6	-1.8	-2.0
营运资金变动	13.2	47.1	272.0	335.2
其他经营现金流	0.1	-1.0	18.5	-9.0
投资活动现金流	-38.9	-216.6	-525.7	-48.0
资本支出	-52.4	-187.1	-527.5	-50.0
长期投资	1.1	-29.5	0.0	0.0
其他投资现金流	12.3	0.0	1.8	2.0
筹资活动现金流	-3.3	2437.8	75.8	-148.7
短期借款	0.0	0.0	100.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	37.0	0.0	0.0
资本公积增加	1.5	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-4.8	-13.6	-24.2	-148.7
现金净增加额	94.1	2398.3	-77.3	379.7

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	313.6	500.5	1036.0	1491.8
营业成本	162.6	257.2	499.8	745.9
营业税金及附加	4.9	7.8	17.1	23.8
营业费用	6.3	6.9	20.7	29.8
管理费用	16.1	30.9	37.1	44.5
财务费用	-0.7	-15.5	-19.9	-19.5
资产减值损失	0.0	4.6	6.6	8.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.1	0.6	1.8	2.0
营业利润	124.4	209.2	476.3	661.3
营业外收入	0.0	0.1	0.1	0.1
营业外支出	0.0	0.2	0.2	0.3
利润总额	124.4	209.1	476.2	661.2
所得税	16.7	29.7	81.0	112.4
净利润	107.6	179.4	395.3	548.8
少数股东损益	0.4	2.5	15.8	43.9
归属母公司净利润	107.2	177.0	379.5	504.9
EBITDA	128.3	208.0	467.0	678.1
EPS (元)	0.97	1.31	2.58	3.43

主要财务比率				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	42.0%	59.6%	107.0%	44.0%
营业利润	53.5%	61.1%	120.4%	39.1%
归属母公司股东权益	46.3%	46.3%	813.7%	11.4%
获利能力				
毛利率(%)	48.1%	48.6%	51.8%	50.0%
净利率(%)	34.3%	35.9%	38.7%	34.3%
ROE(%)	33.5%	6.1%	12.1%	15.2%
ROIC(%)	33.5%	6.1%	11.7%	14.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	33.3%	6.8%	12.2%	15.3%
净负债比率(%)	-47.8%	-82.2%	-66.0%	-65.8%
流动比率	2.6	14.8	6.8	5.4
速动比率	2.2	14.5	6.5	5.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	5.4	4.6	5.4	5.1
应付账款周转率	4.4	3.8	5.1	4.4
每股指标(元)				
每股收益	0.73	1.20	2.58	3.43
每股经营现金流	0.92	1.21	2.54	3.92
每股净资产	2.19	19.97	22.25	24.54
估值比率				
P/E	150.6	91.2	42.6	32.0
P/B	50.3	5.5	4.9	4.5
EV/EBITDA	88.7	65.3	29.5	19.8

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）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

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。

免责声明：

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