

公用事业（环保）

碧水源（300070）

强烈推荐（维持）

开启新的希望

曾凡

S1060210080002
0755-22625952
zengfan323@pingan.com.cn

王凡

S1060209110191
0755-22624183
wangfan007@pingan.com.cn

事项：

碧水源拟以现金 2000 万元增资以石油石化污水处理技术见长的普瑞奇，占 51% 的股权。普瑞奇原有股东承诺普瑞奇在 2011 年税后净利润达到 1000 万元，2012 年税后净利润达到 2000 万元，2013 年税后净利润达到 3000 万元。若三年净利润合计不到 6000 万元，原股东持股比例将自动下降。

平安观点：

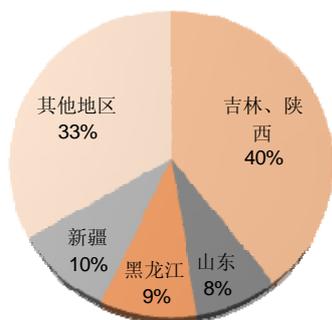
- **短期来看，增资行为将增加公司今明两年每股收益。**假定普瑞奇利润达预期，则扣除增加的财务费用机会成本后，今明两年至少新增公司利润 490 万元、1000 万元，对应现有股本每股收益 0.03 元、0.07 元。
- **中期来看，增资行为将为公司开启化工污水处理之门。**普瑞奇在石油石化行业 MBR 运用上拥有丰富的工程设计技术经验，未来有望在雄厚的资金、品牌支持下成为碧水源化工污水处理的平台，成为碧水源进入化工污水处理领域的先锋。
- **长期来看，普瑞奇有望助力公司开拓新的市场。**公司传统的优势市场是北京、江苏、云南三省；开拓新市场是公司 2011 年的重要战略之一（见上市公司年报）。石油石化企业/项目主要集中在华北内陆、东北、华南等地，公司有望凭借普瑞奇的工业污水项目在这些新的省份积累资质，建立口碑，从而开拓新的生活污水项目市场。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们微调公司 2011—2012 年每股收益预计至 2.61 元、3.46 元，对应 2011 年 3 月 8 日的收盘价 112.20 元市盈率分别为 43 倍、32 倍，维持“强烈推荐”评级。

图表1 石油化工行业市场容量逐步稳定

	2004	2005	2006	2007	2008
汇总企业数(个)	7646	7802	8659	10989	11599
污水排放量(万吨)	384656	407174	406237	407140	383640
废水治理设施数(套)	9936	10482	12456	12945	12167
废水治理设施处理能力 (万吨/日)	3576	3192	3540	4474	3855
当年运行费用(亿元)	51.66	60.89	84.36	111.51	114.75

资料来源: 环保部统计数据(2004-2008年)

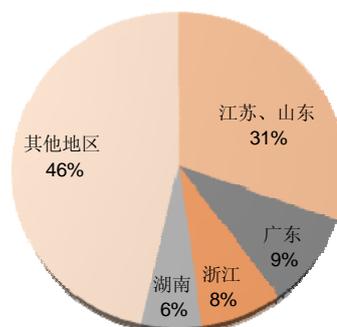
图表2 主要石油和天然气开采业规模以上企业主要分布在华北、东北



资料来源: 《中国工业经济统计年鉴2009》

注: 统计企业主营业务收入在500万元以上

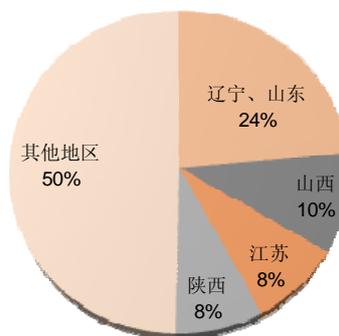
图表3 主要化学原料及化学制品制造业规模以上企业主要分布在华东、华南



资料来源: 《中国工业经济统计年鉴2009》

注: 统计企业主营业务收入在500万元以上

图表4 主要石油加工及炼焦加工业规模以上企业主要分布在东北、华东



资料来源: 《中国工业经济统计年鉴2009》

注: 统计企业主营业务收入在500万元以上

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	400.8	2812.6	3378.5	3978.7	营业收入	313.6	500.5	1056.	1541.
现金	265.2	2632.1	3019.0	3420.0	营业成本	162.6	257.2	509.5	770.9
应收账款	57.8	109.4	196.1	302.5	营业税金及附加	4.9	7.8	17.4	24.6
其他应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业费用	6.3	6.9	21.1	30.8
预付账款	28.3	17.2	67.0	95.7	管理费用	16.1	30.9	37.1	44.5
存货	48.5	41.4	83.8	147.8	财务费用	-0.7	-15.5	-19.9	-24.2
其他流动资产	1.0	12.6	12.6	12.6	资产减值损失	0.0	4.6	6.9	8.5
非流动资产	106.6	359.3	398.4	419.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	30.6	30.6	30.6	投资净收益	0.1	0.6	1.8	2.0
固定资产	34.9	169.1	157.7	536.6	营业利润	124.4	209.2	485.7	688.6
无形资产	46.7	130.4	131.4	132.4	营业外收入	0.0	0.1	0.1	0.1
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外支出	0.0	0.2	0.2	0.3
资产总计	507.4	3171.9	3776.9	4397.8	利润总额	124.4	209.1	485.6	688.5
流动负债	156.2	189.8	435.8	654.8	所得税	16.7	29.7	82.5	117.0
短期借款	0.0	0.0	100.0	100.0	净利润	107.6	179.4	403.0	571.5
应付账款	70.5	133.0	207.2	348.8	少数股东损益	0.4	2.5	18.9	62.9
其他流动负债	19.9	41.3	41.3	41.3	归属母公司净利润	107.2	177.0	384.1	508.6
非流动负债	13.0	27.2	27.2	27.2	EBITDA	128.3	208.0	476.6	701.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.97	1.31	2.61	3.46
其他非流动负债	13.0	27.2	27.2	27.2					
负债合计	169.2	217.0	463.0	682.0	主要财务比率				
少数股东 权益	17.0	20.0	38.9	101.8	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
股本	110.0	147.0	147.0	147.0	成长能力				
资本公积	22.6	2445.9	2445.9	2445.9	营业收入	42.0%	59.6%	111.0	46.0%
留存收益	188.6	342.1	682.1	1021.1	营业利润	53.5%	61.1%	124.7	41.1%
归属母公司 股东	321.2	2935.0	3274.9	3614.0	归属母公司 股东权益	46.3%	46.3%	813.7	11.6%
负债和股东权益	507.4	3171.9	3776.9	4397.8	获利能力				
					毛利率 (%)	48.1%	48.6%	51.8%	50.0%
现金流量表					净利率 (%)	34.3%	35.9%	38.2%	37.1%
					ROE(%)	33.5%	6.1%	12.3%	15.8%
单位:百万元					ROIC(%)	33.5%	6.1%	11.9%	15.4%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	135.0	177.5	379.4	594.4	资产负债率 (%)	33.3%	6.8%	12.3%	15.5%
净利润	107.6	179.4	403.0	571.5	净负债比率 (%)	-47.8%	-82.2%	-79.7%	-78.1%
折旧摊销	4.7	10.3	5.7	30.3	流动比率	2.6	14.8	7.8	6.1
财务费用	-2.0	0.1	-19.9	-24.2	速动比率	2.2	14.5	7.5	5.8
投资损失	-0.1	-0.6	-1.8	-2.0	营运能力				
营运资金变动	13.2	47.1	282.5	354.1	总资产周转率	0.6	0.2	0.3	0.4
其他经营现金流	0.1	-1.0	18.2	-9.5	应收账款周转率	5.4	4.6	5.4	5.1
投资活动现金流	-38.9	-216.	-68.2	-48.0	应付账款周转率	4.4	3.8	5.1	4.4
资本支出	-52.4	-187.	-70.0	-50.0	每股指标 (元)				
长期投资	1.1	-29.5	0.0	0.0	每股收益	0.73	1.20	2.61	3.46
其他投资现金流	12.3	0.0	1.8	2.0	每股经营现金流	0.92	1.21	2.58	4.04
筹资活动现金流	-3.3	2437.	75.8	-145.3	每股净资产	2.19	19.97	22.28	24.58
短期借款	0.0	0.0	100.0	0.0	估值比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	155.0	93.9	43.2	32.7
普通股增加	0.0	37.0	0.0	0.0	P/B	51.7	5.7	5.1	4.6
资本公积增加	1.5	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	88.7	65.3	27.9	18.4
其他筹资现金流	-4.8	-13.6	-24.2	-145.3					
现金净增加额	94.1	2398.	387.0	401.0					

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 2011 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) 82449257