证券研究报告—动态报告/公司快评

公用事业	碧 水 源（300070）	推荐
环保	中标昆明滇投 BT 项目和拟发行短融点评	（维持评级）

2011 年 6 月 22 日

昆明 BT 项目落实，业绩高增长确定性加强

证券分析师： 谢达成 021-60933161 xiedc@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120032
证券分析师： 徐颖真 021-68864007 xuyz@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120025

事项：

碧水源公告成功中标昆明滇投的昆明市第九、第十污水处理厂 BT 项目，建设周期为 270 天。按规划确定第九污水处理厂设计规模为 10 万 m3/d，第十污水处理厂设计规模为 15 万 m3/d。合同总金额约 11 亿元，回购期 5 年，平均每年 20%；膜设备系统 3.5 亿，按交货时间确认；安装费用 1.5 亿，按工程进度确认。同时公司公告拟发行不超过 11 亿元短期融资券用于该 BT 项目。

评论：

■ **昆明 BT 项目的落实加强公司 2011 年高增长确定性**

- **项目金额基本符合预期。**公司于 4 月 28 日公告与昆明滇投成立合资公司“昆明滇投碧水源”，公司出资 2940 万元，参股 49%。“昆明滇投碧水源”拟承担昆明市第九、第十污水处理厂的投资、建设工作；启动安宁 30 万吨污水再生利用的前期筹备工作。按产能估算，考虑工程环节，当时预计总金额接近 10 亿元，从目前所公告情况看，基本符合预期。
- **项目收益影响：**回购期 5 年，年投资回报率 2.5%，从静态角度初步估算整个项目回报约超过 1.3 亿。尽管具体影响目前难以确定，但膜设备系统部分（3.5 亿元）和安装费用（1.5 亿元）由公司及下属公司承担，收益已较为确定。根据相关媒体信息，昆明第九污水处理厂已于 5 月 17 日开工建设，拟于 2012 年 4 月 1 日起投产；昆明第十污水处理厂也已基本完成规划，定址和其他各项前期工作正在加紧进行，争取 2011 年上半年开建、2012 年 3 月底前投产。我们预计膜设备和安装费用部分共 5 亿元可以在今明两年得以确认。简单按 2011 年结算 50%（实际应考虑结算时点）及 20%净利率算，2011、2012 年分别可确认收入 2.25、2.25 亿元（设备部分考虑征收增值税），净利 4500 万、4500 万，对应 EPS 分别为 0.14 元、0.14 元，约占我们 2011、2012 年预测的 13%和 8%，加强了业绩高增长的确定性。
- **利用 BT 模式扩张也意味着资金使用效率下降。**根据招标文件，昆明滇投将分五年支付工程费用及其他费用，每年支付 20%，回款时间较长。公司利用 BT 项目实现业务扩张的同时不可避免将降低资金的使用效率。

表 1：昆明第九、第十污水处理厂基本情况

处理厂	产能（万吨/日）	进度	拟投产时间
昆明第九污水处理厂	10	5 月 17 日开工	2012-4-1
昆明第十污水处理厂	15	已完成规划，定址和其他各项前期工作	2012-4-1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ **短期融资券发行侧面反映了 MBR 业务拓展需求强劲。**

➢ 公司拟发行不超过 11 亿元的短期融资券，用于满足以上 BT 项目。一方面是由于 BT 项目对资金需求较大，另一方面公司计划不占用其他超募资金。公司去年下半年以来以“技术+资金”拓展市场，频频对外扩张，超募资金 18 亿元已经合计使用约 10 亿元（60%），剩余 8 亿元也将主要用于项目扩张，侧面反映了 MBR 业务发展形势良好。预计下半年公司仍将有一系列的扩张行为。

■ **项目基本在预期之内，维持原盈利预测和“推荐”评级**

➢ 由于云南 BT 项目已在预测当中，金额和进度基本符合预期，维持公司 2011-2013 年 EPS 为 1.07/1.78/2.21 元，对应 PE 水平为 36/22/17×，CAGR=60%，维持公司“推荐”评级，12 个月目标价 50 元/股。

■ **风险提示：**项目回款风险。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2632	2693	3408	3347
应收款项	114	239	393	547
存货净额	41	106	169	234
其他流动资产	25	59	96	130
流动资产合计	**2813**	**3097**	**4066**	**4257**
固定资产	198	539	516	492
无形资产及其他	119	115	445	2242
投资性房地产	11	11	11	11
长期股权投资	31	31	31	31
资产总计	**3172**	**3792**	**5068**	**7032**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	133	340	544	752
其他流动负债	57	150	233	317
流动负债合计	**190**	**490**	**777**	**1069**
长期借款及应付债券	0	0	466	1492
其他长期负债	27	27	27	27
长期负债合计	**27**	**27**	**493**	**1519**
负债合计	**217**	**517**	**1271**	**2588**
少数股东权益	20	62	126	202
股东权益	2935	3212	3672	4243
负债和股东权益总计	**3172**	**3792**	**5068**	**7032**

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.55	1.07	1.78	2.21
每股红利	0.03	0.21	0.36	0.44
每股净资产	9.08	9.93	11.35	13.12
ROIC	10%	18%	68%	41%
ROE	6%	11%	16%	17%
毛利率	49%	44%	45%	44%
EBIT Margin	40%	33%	35%	35%
EBITDA Margin	41%	35%	38%	38%
收入增长	60%	136%	61%	35%
净利润增长率	65%	96%	65%	24%
资产负债率	7%	15%	28%	40%
息率	0.1%	0.6%	0.9%	1.1%
P/E	70.5	35.9	21.7	17.5
P/B	4.2	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	61.4	31.4	19.2	15.2

资料来源：wind,国信证券经济研究所整理

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**500**	**1183**	**1910**	**2582**
营业成本	257	657	1049	1439
营业税金及附加	8	18	30	40
销售费用	7	17	27	36
管理费用	34	106	141	201
财务费用	(16)	(13)	(4)	32
投资收益	0	66	87	67
资产减值及公允价值变动	(4)	0	0	0
其他收入	3	5	12	49
营业利润	209	469	767	950
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	**209**	**469**	**767**	**950**
所得税费用	30	69	113	141
少数股东损益	2	53	79	95
归属于母公司净利润	**177**	**347**	**574**	**714**

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	**177**	**347**	**574**	**714**
资产减值准备	5	10	(1)	(1)
折旧摊销	10	24	41	78
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	(13)	(4)	32
营运资本变动	(15)	87	32	38
其它	1	(47)	(27)	42
经营活动现金流	**178**	**421**	**620**	**872**
资本开支	(187)	(370)	(347)	(1851)
其它投资现金流	(29)	66	87	67
投资活动现金流	**(217)**	**(304)**	**(260)**	**(1784)**
权益性融资	2451	0	0	0
负债净变化	0	0	466	1026
支付股利、利息	(11)	(56)	(111)	(175)
其它融资现金流	(2)	0	0	0
融资活动现金流	**2438**	**(56)**	**355**	**851**
现金净变动	**2367**	**61**	**715**	**(61)**
货币资金的期初余额	265	2632	2693	3408
货币资金的期末余额	2632	2693	3408	3347
企业自由现金流	(14)	73	302	(955)
权益自由现金流	(43)	85	771	43

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。