

水务

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

署名人: 陈青青

S0960512080007

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 无

当前股价: 33.45元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2136.08
总股本(百万)	549
流通股本(百万)	251
流通市值(亿)	84
EPS	1.07
每股净资产(元)	10.09
资产负债率	23.18%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
碧水源	7.18	25.52	54.20
公用事业	-2.46	-1.96	1.99
沪深300指数	-0.67	-9.70	-5.12



相关报告

- 碧水源 - 中报点评: 符合预期稳增长, 多元拓展扩空间 2012-07-26
- 碧水源 - 落子新疆完善全国布局, 工业和再生水领域前景看好 2012-05-15
- 碧水源 - 调研简报: 订单保障业绩, 拓展提升空间 2012-04-26

碧水源

300070

强烈推荐

落子德州 进军山东水务市场

事件: 今晚碧水源公告与滨州海孚水业有限公司签订《合作协议》: 分别出资1200万元(持股60%)和800万元(持股40%)设立碧水源(禹城)环保科技有限公司。

投资要点:

- 携手滨州海孚水业、成立碧水源禹城环保控股子公司, 进军山东水务市场。今晚碧水源公告与山东滨州海孚水业有限公司签订《合作协议》: 分别以货币资金出资1200万元和800万元设立碧水源(禹城)环保科技有限公司, 分别持股60%和40%。
- 山东为全国严重资源性缺水省份之一, 水务市场潜力大。①山东省人均占有水量为322立方米, 仅占中国的六分之一, 年缺水量约30-40亿立方米, 旱灾频发。②按照十二五规划, 山东省十二五将新增城镇污水和再生利用投资163亿元, 位列全国第七。③同时, 山东省部分地区位于环渤海经济区以及黄河三角洲生态保护区, 某些地区水污染排放标准较高。
- 公司战略: 以德州为突破口, 循序渐进, 逐步开拓山东省水务市场(污水处理、再生水利用以及自来水提标改造市场)。由于山东省水务市场空间大, 同时行业竞争较为激烈, 因此公司的战略是: 先从德州一个点入手, 依托示范项目打入山东市场, 未来逐步向德州以外的济南等地逐步拓展, 我们认为符合市场需求。
- 中短期看: 根据公司一贯的风格, 预计年内将有相关示范项目建设和完成, 今年收回投资是大概率事件, 同时对今年业绩有积极影响。①本次投资的规模相对较小, 公司仅投入1200万元, 回收成本较容易; ②目前合资公司选址在山东德州禹城工业园内, 拟建立研发基地, 预计合资公司的示范项目也将集中在园区内和德州市, 对今年业绩将有所贡献。
- 长期来看: 市场前景看好, 合资公司长期成长性值得进一步观察。
 - ◇ 山东省水务市场大, 特别是再生水市场的膜技术应用值得期待; ①山东缺水且水污染严重, 同时就山东省现有污水处理厂应用工艺来看, 膜技术应用案例几乎没有, 有一定拓展空间。②截止2010年, 山东省已建城镇污水处理规模为284万吨/日, 位于全国第一, 同时, 十二五新增城镇污水处理规模184.5万吨/日, 位列全国13位; 特别是新增再生利用水处理设施162万吨/日, 位于全国第4位, 而再生水利用是膜技术的传统优势领域。
 - ◇ 山东省水务市场市场化程度相对较高, 市场份额较分散, 未来合资公司成长性需持续观察。合资公司合作方为滨州海孚水业, 该公司规模相对较小, 我们分析原因有二: ①山东省水务公司规模都相对小; ②受前期项目开拓偶然性因素影响。未来公司山东省新区域的拓展值得期待, 同时也需进一步观察。
- 我们重申公司是我们最看好的标的之一: 我国水处理行业空间广阔, 我们看好公司盈利模式和综合竞争实力, 预计未来三年公司的CAGR>50%。由于合资公司短期对公司业绩影响较小, 因此我们维持此前盈利预测: 12-14年EPS为1.06/1.53/1.96, PE=29.0/20.1/15.8倍, 维持强烈推荐评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1026	1742	2345	2897
收入同比(%)	105%	70%	35%	24%
归属母公司净利润	345	585	842	1077
净利润同比(%)	95%	70%	44%	28%
毛利率(%)	47.4%	43.6%	43.7%	44.0%
ROE(%)	10.6%	15.3%	18.1%	18.8%
每股收益(元)	0.63	1.06	1.53	1.96
P/E	28.96	28.98	20.14	15.75
P/B	3.06	4.44	3.64	2.96
EV/EBITDA	39	24	17	13

表 1: 合作方滨州海孚水业股东结构

股东名称	出资(万元)	持股比例
杨红梅	450	60.00%
王学军	50	40.00%
合计	500	100.00%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 盈利预测关键数据

营业收入	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
污水处理整体解决方案(百万元)	221	313	498	916	1505	2064	2623
市政建设工程(百万元)	--	--	--	91	210	240	214
净水器销售(百万元)	--	--	2	19	27	41	61
营业收入合计	221	313	500	1055	1686	2512	2512
营业成本	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
污水处理整体解决方案(百万元)	126	163	241	402	603	905	1412
市政建设工程(百万元)	--	--	--	37	45	54	177
净水器销售(百万元)	--	--	1	3	4	6	33
营业成本合计	126	163	257	570	907	1348	1348
毛利率	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
污水处理整体解决方案(%)	43 %	48 %	49 %	57%	53%	53%	54%
市政建设工程(%)	--	--	--	17%	17%	17%	17%
净水器销售(%)	--	--	39 %	45%	45%	45%	45%
综合毛利率	43%	48%	49%	47.4%	43.6%	43.7%	44.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3: 各个子公司经营情况

单位名称	设立时间	营业收入	营业收入	净利润	净利润	净利率	ROE
时间		2012H1	2011	2012H1	2011	2012H1	2012H1
云南水务产业投资发展	2011.06	7,195.97	18,480.5	①759.75	6,639.1	10.56%	0.60%
云南城投碧水源水务科技	2010.02	190.28	11,043.3	6.28	656.0	3.30%	0.09%
无锡碧水源丽阳膜科技	2011.07	0.00	0.0	-429.34	-50.8		
内蒙古东源水务科技发展	2011.11	0.00	330.0	-121.58	212.4		
南京城建环保水务投资	2011.06	0.00	1,553.4	198.99	64.3		
昆明滇投碧水源水务科技	2011.04	0.00	319.0	-157.19	117.0		
江苏碧水源环境科技	2008.09	553.70	10,313.2	24.02	1,799.7	4.34%	0.31%
湖南碧水源环保科技	2011.06	0.00	0.0	-49.92	-37.4		
北京久安建设投资集团	2011.05	2,946.51	28,766.2	②2,029.02	2,007.7	8.84%	14.29%
北京碧水源膜科技	2006.01	20,054.81	15,441.4	③3,801.75	5,059.6	18.96%	24.40%
北京碧水源净水科技	2009.06	712.57	1,254.6	0.84	100.3	0.12%	0.14%
北京碧水源环境科技	2010.12	750.00	1,656.0	④548.40	1,249.8	73.12%	6.22%
北京碧水源环境工程	2011.04	188.44	543.2	-133.92	85.7		
北京碧水源固体废物处理科技	-	0.00	0.0	-76.06	-44.5		
北京碧水源博大水务科技	2011.04	4.00	0.0	-24.99	-33.4		
武汉武钢碧水源环保技术	2011.12	18.43		-46.13			

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4: 公司权益投资可研净利润预测

公司名称	成立时间	注册资本 (万元)	股权比例	权益净利润		
				2012E	2013E	2014E
云南水务产业发展有限责任公司	2011 年5 月	60000	49%	5693	10044	13292
昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司	2011 年6 月	60000	49%	980	2450	2940
南京城建环保水务投资有限公司	2011 年6 月	15000	50%	1500	2000	2500
湖南碧水源科技有限公司	2011 年6 月	8000	72%	180	864	1080
无锡碧水源丽阳膜科技有限公司	2011 年7 月	5680	39%	585	1170	1170
内蒙古东源水务科技发展有限公司	2011 年11 月	10000	49%	1225	2205	4165
武汉武钢碧水源环保技术有限责任公司	2011 年12 月	30000	49%	49	686	1568
权益净利润合计		-		10212	19419	26715

注释: 由于昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司和南京城建环保水务投资有限公司无可研报告, 我们根据公司订单情况预测
 资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				单位：百	利润表				单位：
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2758	4209	5205	6443	营业收入	1026	1742	2345	2897
现金	2328	3603	4290	5505	营业成本	539	982	1321	1623
应收账款	282	301	537	464	营业税金及附加	30	39	55	69
其他应收款	23	26	38	49	营业费用	13	25	34	42
预付账款	15	64	70	86	管理费用	103	159	211	256
存货	106	198	255	319	财务费用	-37	-41	-59	-73
其他流动资产	4	17	15	20	资产减值损失	11	7	8	8
非流动资产	1654	365	371	372	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	814	0	0	0	投资净收益	42	102	194	267
固定资产	200	184	168	152	营业利润	409	674	969	1239
无形资产	116	140	162	179	营业外收入	5	2	3	3
其他非流动资产	523	41	41	41	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	4412	4574	5576	6815	利润总额	414	676	972	1242
流动负债	981	600	758	919	所得税	53	91	130	166
短期借款	100	0	0	0	净利润	360	585	842	1077
应付账款	246	464	627	765	少数股东损益	16	0	0	0
其他流动负债	635	135	131	155	归属母公司净利润	345	585	842	1077
非流动负债	41	32	34	34	EBITDA	400	652	931	1186
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.07	1.06	1.53	1.96
其他非流动负债	41	32	34	34					
负债合计	1023	632	792	954	主要财务比率				
少数股东权益	125	125	125	125	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	323	550	550	550	成长能力				
资本公积	2263	2037	2037	2037	营业收入	105.0	69.8%	34.6%	23.6%
留存收益	677	1230	2072	3149	营业利润	95.5%	64.7%	43.9%	27.8%
归属母公司股东权益	3264	3817	4659	5735	归属于母公司净利润	94.7%	69.9%	43.9%	27.9%
负债和股东权益	4412	4574	5576	6815	获利能力				
					毛利率(%)	47.4%	43.6%	43.7%	44.0%
现金流量表				单位：百	净利率(%)	33.6%	33.6%	35.9%	37.2%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	10.6%	15.3%	18.1%	18.8%
经营活动现金流	360	447	460	896	ROIC(%)	85.6%	148.1%	149.8	260.5%
净利润	360	585	842	1077	偿债能力				
折旧摊销	22	20	20	20	资产负债率(%)	23.2%	13.8%	14.2%	14.0%
财务费用	-37	-41	-59	-73	净负债比率(%)	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	-42	-102	-194	-267	流动比率	2.81	7.02	6.87	7.01
营运资金变动	-24	-4	-169	144	速动比率	2.70	6.69	6.53	6.66
其他经营现金流	80	-11	20	-4	营运能力				
投资活动现金流	-1297	919	168	245	总资产周转率	0.27	0.39	0.46	0.47
资本支出	62	0	0	0	应收账款周转率	5	6	5	5
长期投资	-746	-814	0	0	应付账款周转率	2.84	2.76	2.42	2.33
其他投资现金流	-1982	105	168	245	每股指标(元)				
筹资活动现金流	632	-91	59	73	每股收益(最新摊薄)	0.63	1.06	1.53	1.96
短期借款	100	-100	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.81	0.84	1.63
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.94	6.94	8.47	10.43
普通股增加	176	226	0	0	估值比率				
资本公积增加	-148	-226	0	0	P/E	28.96	28.98	20.14	15.75
其他筹资现金流	504	9	59	73	P/B	3.06	4.44	3.64	2.96
现金净增加额	-304	1275	687	1215	EV/EBITDA	39	24	17	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-07-26	碧水源 - 中报点评: 符合预期稳增长, 多元拓展扩空间
2012-05-15	碧水源 - 落子新疆完善全国布局, 工业和再生水领域前景看好
2012-04-26	碧水源 - 调研简报: 订单保障业绩, 拓展提升空间
2012-04-10	碧水源 - 问渠那得清如许, 唯有“源”头“碧水”来
2012-06-28	环保行业系列专题之二: 从国际经验看中国环保产业未来-看好
2012-06-01	政策解读-《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》: - 行业拐点显现, 百亿空间打开, 龙头企业更受益-看好
2012-06-01	政策梳理-战略新兴产业规划通过, 后续系列政策可期, 环保板块持续看好-看好
2012-05-08	《全国城镇生活垃圾“十二五”规划》点评: 行业进入黄金发展期, 焚烧市场尤其看好-看好
2011-12-23	环保行业系列专题之一: 《从全国第七次环保大会及《国家环境保护“十二五”规划》看环保行业: 把握行业发展脉搏 分享环保成长盛宴》-看好
2011-12-02	《脱硝电价政策点评-略低预期难改大势: 脱硝建造千亿市场明后年进入建设高峰期》-看好
2011-11-08	《国务院办公厅关于建立完整的先进的废旧商品回收体系的意见》点评-再生资源行业: 行业高成长, 龙头显优势-看好
2012-04-26	格林美 - 一季报点评: 业绩预告略低于预期, 但全年高增长态势不改-推荐
2012-03-14	格林美 - 年报点评: 精耕细作 守望政策-推荐
2012-02-29	格林美 - 业绩快报点评: 业绩略低于预期, 静待政策落地-推荐
2011-11-03	格林美 - 公司点评: 携手力拓显实力 积极布局新领域-推荐
2011-10-28	国电清新 - 三季报点评-如期稳定高增长, 多项技术待释放-强烈推荐
2011-10-26	格林美 - 三季报点评: 高增长拐点显现, 电子废弃物业务盈利进入爆发增长期-推荐
2011-10-24	聚光科技 - 三季报点评: “旺季来临+行业复苏”将推动业绩触底反弹-推荐
2011-09-08	国电清新 - 重庆石柱项目点评: 新技术打开新空间-强烈推荐
2011-09-01	格林美 - 公司深度调研报告: 领跑行业 超越成长-推荐
2012-06-28	环保行业系列专题之二: 从国际经验看中国环保产业未来-看好
2012-06-01	政策解读-《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》: - 行业拐点显现, 百亿空间打开, 龙头企业更受益-看好
2012-06-01	政策梳理-战略新兴产业规划通过, 后续系列政策可期, 环保板块持续看好-看好

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

陈青青, 中投证券研究所环保行业研究员。天津大学理学学士、南开大学经济学双学士, 南开大学经济学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434