

水务

署名人: 陈青青

S0960512080007

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 无

当前股价: 51.8元

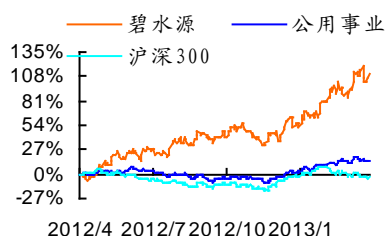
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2225.78
总股本(百万)	553
流通股本(百万)	255
流通市值(亿)	130
EPS	1.02
每股净资产(元)	7.02
资产负债率	23.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
碧水源	8.27%	34.87	44.60
公用事业	-0.40	11.26	18.62
沪深300指数	-4.51	-1.45	7.30%



相关报告

《碧水源业绩快报点评: 应收略恶化不改公司投资价值, 13年高增长有保障》2013-3-1

《碧水源-三季报点评: 符合预期稳增长, 全年高增长预期不变》2012-10-25

碧水源-重大事件点评: 落子德州 进军山东水务市场 2012-08-15

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-强烈推荐 2012-04-06

碧水源

300070

强烈推荐

事件点评: 强势介入珠海水务市场, 辐射华南地区, 前景看好

事件: 公司与珠海水务集团、崔鹏飞先生分别出资 4000 万元、4000 万元和 2000 元, 设立广东海源环保科技有限公司。

点评:

- **Step1: 珠海水务在珠海市水务市场地位举足轻重, 强强联手在珠海水市场强势崛起无疑问。** 珠海水务在珠海占据 80%以上水务市场份额, 将使膜技术在珠海市污水处理新建和存量改造中应用起到巨大的推动作用。
 - **珠海水务市场:** 珠海市经济发达, 对污水处理重视度高。生态珠海市人口约 156 万人 (2010 年), 污水处理规模约 53 万吨, 约 10 座污水处理厂。我们预计珠海市未来将新增污水处理能力大于 10 万吨/日。按照公司一贯的风格, 预计未来 1-2 年将有所示范项目兑现, 预计项目盈利能收回公司投资无疑问。
 - **珠海水务集团:** 为珠海市唯一一家供水企业, 同时负责处理珠海市超过 70%以上生活污水及工业废水, 在珠海市水务市场龙头地位稳固。我们粗略统计, 珠海水务目前拥有供水能力超过 150 万吨, 污水处理能力超过 22 万吨, 见表 1。
- **Step2: 借助珠海, 拓展华南市场。广东省水务市场存量和新建规模均位列全国第一, 市场前景广阔。**
 - **广东省市场:** 污水处理规模截止 2010 年污水处理规模约为 1480 万吨/日, 十二五计划新增 307 万吨/日, 位列全国首位。虽然广东省水务市场空间大的同时竞争也相对激烈, 但在水质标准逐渐提高的背景下, 公司有望从珠海, 逐渐向周边辐射。
 - **华南市场:** 中短期内, 珠海子公司将作为公司华南地区重要根据地, 向周围广西、海南等地辐射。
- **珠海垃圾处理市场空间亦打开。** 珠海水务除供水业务外, 同时涉及固废发电业务, 目前下属珠海市垃圾发电厂和西坑尾垃圾填埋处置场是珠海市重点项目。未来固废业务也是珠海水务的重点领域, 集团公司亦有资本运作 (上市) 规划 (媒体报道), 合资公司或作为重要平台, 因此合资公司在垃圾焚烧方面业务进展亦值得期待。
- **借助珠海水务澳门水务市场渠道, 对进入澳门水务市场亦有帮助。** 目前, 珠海水务集团下属对澳门供水公司负责对澳门供应原水, 约占澳门原水供应总量的 98%。借助渠道优势, 合资公司有望在澳门水务市场有进一步拓展。
- **投资建议:** 13 年水务行业发展面临新契机, 同时公司各个合资公司业绩开始释放, 13 年高成长有保障。我们预计公司 13-15 年 EPS 分别为 1.59/2.11/2.61 元, 维持强烈推荐。
- **风险提示:** 板块调整系统性风险, 各合资公司业绩释放低于预期

主要财务指标

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1772	2543	3279	3787
收入同比(%)	73%	44%	29%	16%
归属母公司净利润	562	877	1167	1442
净利润同比(%)	63%	56%	33%	24%
毛利率(%)	42.8%	43.7%	44.0%	46.1%
ROE(%)	14.5%	18.4%	19.7%	19.6%
每股收益(元)	1.02	1.59	2.11	2.61
P/E	30.32	19.45	14.61	11.83
P/B	4.39	3.58	2.88	2.32
EV/EBITDA	23	16	12	10

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 珠海水务集团主要供水资产列表

水厂	规模	水厂	规模
单位	万方/日	单位	万方/日
南区水厂	12	西城水厂	12
唐家水厂	12	平沙水厂	5
香洲水厂	5	三灶水厂	2.5
拱北水厂	20	港区供水公司	15
乾务水厂	40	金湾供水分公司	5.5
龙井水厂	8	海岛供水公司	0.12
斗门供水分公司	13	合计	150.12

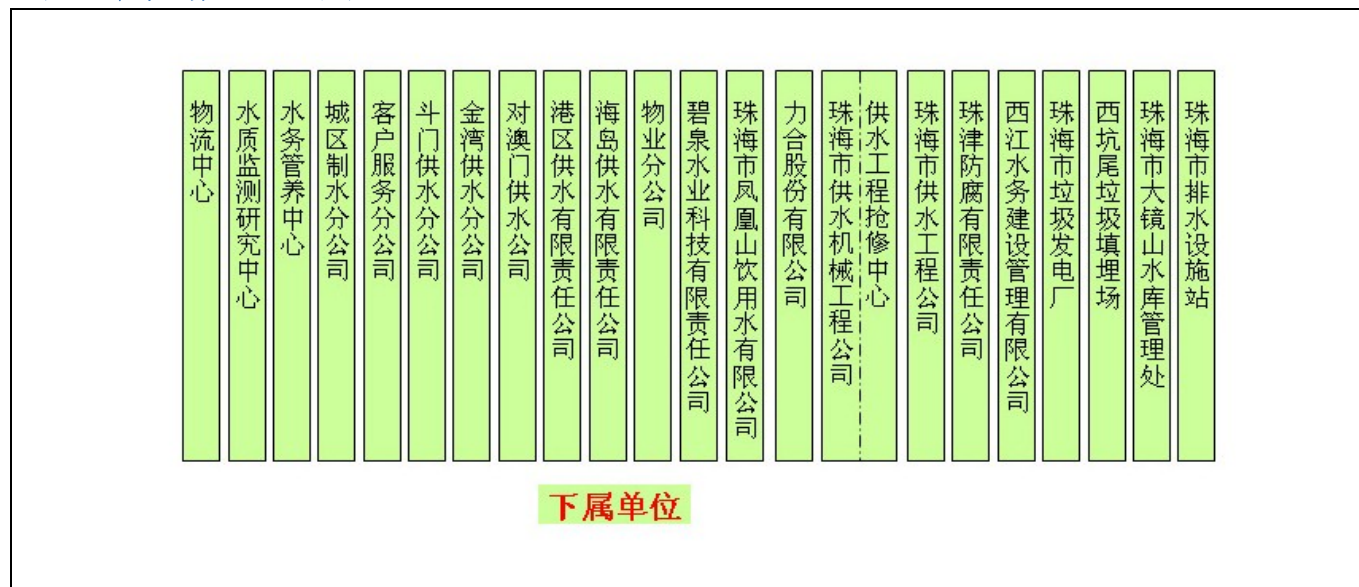
资料来源: 中投证券研究所, 珠海水务集团网站

表 2: 珠海水务集团主要污水资产列表

污水处理厂	近期规模	远期规模
单位	万方/日	万方/日
平沙水质净化厂	3	8
南水水质净化厂	5	20
新青水质净化厂	3.5	5
拱北水质净化厂	11	8
三灶水质净化厂	-	-
合计	22.5	41

资料来源: 中投证券研究所, 珠海水务集团网站

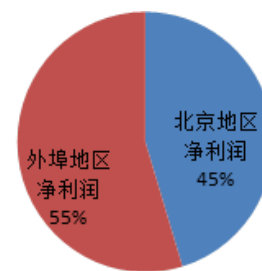
图 1: 珠海水务组织结构图



资料来源: 中投证券研究所, 珠海水务集团网站

表 3: 2012 年外埠地区净利润占比约 55%

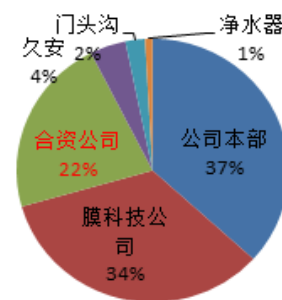
分地区净利润测算	2012	2011
单位	亿元	亿元
北京地区净利润	2.51	1.39
外埠地区净利润	3.03	2.00
外埠地区占比	55%	59%
合计	5.54	3.40



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4: 2012 年公司净利润构成拆分结果: 三大利润来源中心

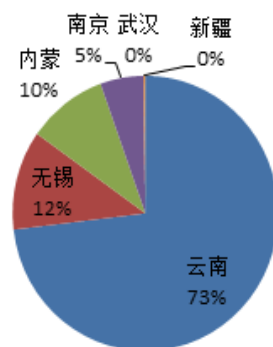
利润构成	2012	2011	yoy
单位	亿元	亿元	%
公司本部	2.06	2.13	50%
膜科技公司	1.90	0.51	
合资公司	1.23	0.55	126%
久安	0.24	0.10	64%
门头沟 (运营)	0.13	0.12	35%
净水器	0.05	0.01	65%
净利润	5.61	3.42	64%



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5: 2012 年公司主要合资公司贡献利润拆分结果

合资公司利润	2012	2011	yoy
单位	万元	万元	%
云南	7605.4	3581	112.4%
无锡	1217.0	1260	-3.4%
内蒙	1008.7	104	869.9%
南京	546.2	32	1607.0%
武汉	2.7	0	-
新疆	22.4	0	-
合计	10402.5	4977	109.0%



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					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2800	5325	6684	8235	营业收入	1772	2543	3279	3787
现金	1904	4489	5120	7077	营业成本	1013	1432	1837	2040
应收账款	651	474	1101	642	营业税金及附加	31	53	70	78
其他应收款	39	51	69	79	营业费用	27	37	48	55
预付账款	67	77	98	113	管理费用	136	232	295	335
存货	128	223	281	305	财务费用	-39	-48	-72	-91
其他流动资产	11	12	15	18	资产减值损失	22	15	17	17
非流动资产	2461	419	404	389	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1011	0	0	0	投资净收益	110	194	267	321
固定资产	215	198	181	164	营业利润	692	1015	1353	1675
无形资产	119	127	129	133	营业外收入	6	5	5	5
其他非流动资产	1116	94	94	92	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5260	5744	7087	8624	利润总额	698	1020	1358	1680
流动负债	1163	777	951	1045	所得税	102	143	191	237
短期借款	0	0	0	0	净利润	596	877	1167	1442
应付账款	389	616	770	851	少数股东损益	33	0	0	0
其他流动负债	774	160	181	195	归属母公司净利润	562	877	1167	1442
非流动负债	50	43	45	45	EBITDA	687	990	1303	1606
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.02	1.59	2.11	2.61
其他非流动负债	50	43	45	45					
负债合计	1213	820	996	1090	主要财务比率				
少数股东权益	166	166	166	166	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	553	553	553	553	成长能力				
资本公积	2121	2121	2121	2121	营业收入	72.7%	43.5%	28.9%	15.5%
留存收益	1208	2084	3251	4694	营业利润	69.2%	46.6%	33.3%	23.8%
归属母公司股东权益	3881	4758	5925	7367	归属于母公司净利润	63.3%	55.9%	33.1%	23.6%
负债和股东权益	5260	5744	7087	8624	获利能力				
					毛利率(%)	42.8%	43.7%	44.0%	46.1%
现金流量表				单位:百	净利率(%)	31.7%	34.5%	35.6%	38.1%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	14.5%	18.4%	19.7%	19.6%
经营活动现金流	360	447	460	896	ROIC(%)	47.8%	175.6%	109.0	275.3%
净利润	360	585	842	1077	偿债能力				
折旧摊销	22	20	20	20	资产负债率(%)	23.1%	14.3%	14.1%	12.6%
财务费用	-37	-41	-59	-73	净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	-42	-102	-194	-267	流动比率	2.41	6.86	7.03	7.88
营运资金变动	-24	-4	-169	144	速动比率	2.30	6.57	6.73	7.59
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	0.37	0.46	0.51	0.48
资本支出	62	0	0	0	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	-746	-814	0	0	应付账款周转率	3.19	2.85	2.65	2.52
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)	1.02	1.59	2.11	2.61
短期借款	100	-100	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	2.38	0.54	2.81
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.02	8.61	10.72	13.33
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	30.32	19.45	14.61	11.83
其他筹资现金流	504	9	59	73	P/B	4.39	3.58	2.88	2.32
现金净增加额	-304	1275	687	1215	EV/EBITDA	23	16	12	10

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
2012-08-28	格林美-中报点评: 宏观经济因素是导致公司业绩低于预期的主因
2012-08-15	碧水源-重大事件点评: 落子德州, 进军山东水务市场
2012-08-09	桑德环境-中报点评-中报略超预期, 全年增长预期不变, 下半年股价催化或增多
2012-08-05	桑德环境-深度报告-掘金固废 全国争雄-强烈推荐
2012-07-26	碧水源-中报点评: 符合预期稳增长, 多元拓展扩空间
2012-06-28	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
2012-05-15	碧水源 -公司点评: 落子新疆完善全国布局, 工业和再生水领域前景看好-强烈推荐
2012-04-26	碧水源 - 调研简报: 订单保障业绩, 拓展提升空间-强烈推荐
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
2012-04-10	碧水源 - 公司深度调研报告: 问渠那得清如许, 唯有“源”头“碧水”来-强烈推荐
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
2011-12-23	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
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

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

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。

免责条款

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434