

碧水源 (300070.SZ) 环保设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

邬煜
联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

赵乾明
分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

转让股权激励员工, 符合公司发展战略

事件: 碧水源转让 4.9% 的云南水务股权激励云南水务管理层和骨干员工

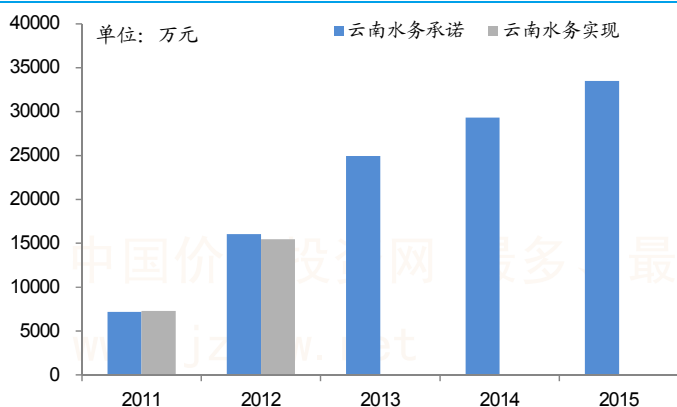
- 5月8日, 碧水源与参股 49% 的云南水务公司 29 名员工签署《股权转让协议》, 转让方为碧水源、受让方为云南水务 29 名员工, 交易标的为碧水源所持云南水务 4.9% 的股权, 交易价格为 7243.61 万元; 本次转让后, 公司持有云南水务股权为 44.1%; 本次转让已经过董事会通过, 无需提交股东大会审议。
- 本次确定的股权转让价格是根据公司 12 年审计的净资产值核定, 受让方 29 名云南水务员工应该在合同生效之日起 10 个工作日内按照受让比例和净资产值向公司一次性支付股权转让款。

我们的点评与分析

转让股权意在激励云南水务员工, 未来有望继续做大做强

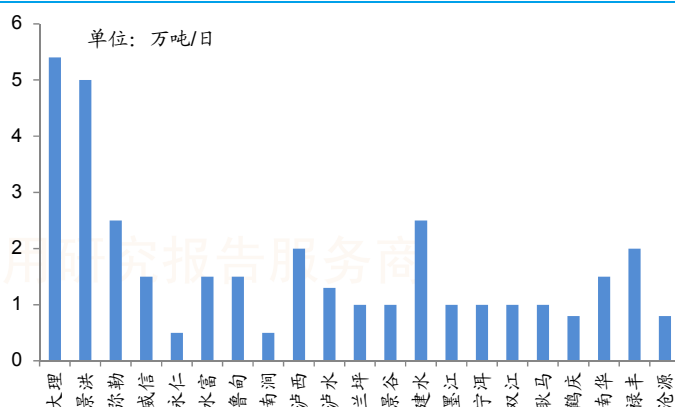
- 本次股权转让主要针对公司的管理层和骨干员工, 我们认为意在调动员工的积极性以及提升公司的核心竞争力, 整体符合碧水源以及云南水务的发展战略, 有助于云南水务在目前的基础上继续做大做强。
- ◆ 云南水务公司的业务遍及云南省内 15 个地州, 共有 40 多个在建和运营项目, 现已经运营的有大理市、弥勒、水富、威信、泸西、永仁、南涧、鲁甸、南华、宁洱、墨江、景谷、双江、建水、兰坪、鹤庆、泸水、陇川、耿马、禄丰、沧源 21 个污水处理厂, 运行效果良好。
- ◆ 云南水务具有云南省治理政策以及云南城投集团的优势背景, 同时具有碧水源的技术、管理和资金优势, 其规划目标是通过发展和整合等方式使公司在未来三年内实现供排水总处理规模不低于 300 万吨/日, 并在恰当的时间引入战略合作者进行股份制改革, 使公司达到资本市场的上市条件, 因此激励管理层和核心员工有助于公司这一目标的实现。
- ◆ 碧水源之前在与城投集团成立云南水务时, 承诺了其未来 5 年的业绩成长, 目前已经过两年, 均符合预期实现高成长, 我们认为本次激励行为, 有助于云南水务实现后续承诺的目标。

图表1: 云南水务业绩预测情况



来源: 公司公告, 互联网, 国金证券研究所

图表2: 云南水务目前在运行项目



更新盈利预测, 继续看好公司成为中国水问题的综合解决方案提供者

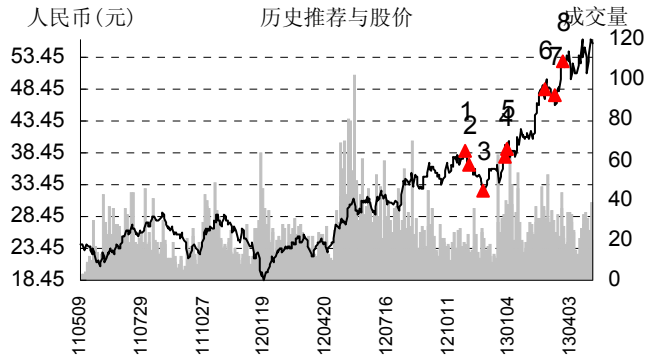
- 由于本次公司出让云南水务股权 4.9%，因此其持股比例由之前的 49%降至 44.1%，短期看稀释了部分投资收益，但是考虑到激励带来的正面影响，我们认为后续不会影响公司的盈利预期。
- ◆ 我们预期云南水务 13-15 年的净利润为 2.49 亿元、2.93 亿元和 3.35 亿元，按照减少的 4.9%股权比例测算，减少的投资收益约为 0.122 亿元、0.144 亿元和 0.164 亿元，对公司整体业绩影响并不大。
- ◆ 我们据此更新公司的盈利预测，预测公司 13-15 年 EPS 分别为 1.590 元、2.152 元和 2.814 元，归属母公司净利润分别为 8.79 亿元、11.90 亿元和 15.56 亿元。（之前预测 13-15 年分别为 8.90 亿元、12.03 亿元和 15.71 亿元）
- 通过我们对于膜法水处理行业前景以及公司商业模式的理解，我们认为行业和公司的景气度仍处于持续向上的趋势中，未来成长空间仍十分广阔，**从行业趋势和公司发展来看，我们认为公司在 12 年高成长兑现后，13 年仍将保持较高的成长性。**
 - ◆ **政策和投资支持明确，确保行业景气向上：**在国家政策的导向下，考虑到膜法水处理对城市污水脱氮除磷效果改进的巨大潜力，我们判断未来不排除出台针对膜法水处理的专项补贴政策，届时将持续推动膜法水处理市场的快速发展。
 - ◆ **整体解决方案提供商的战略定位决定了公司极强的竞争优势：**
 - 1) 碧水源 Business model 的本质是一个解决方案提供者，帮合作者做大蛋糕，这决定了它**具备很强的跨区域、跨行业的复制性**；
 - 2) 从行业竞争和护城河角度看，碧水源的“圈地”模式能够快速形成区域垄断效应，不仅能够保证其持续的拿单能力，而且能够**最大程度的屏蔽竞争带来的盈利性下滑**；
 - 3) 从管理层的战略和执行力看，公司看到了中国水资源短缺这一巨大的潜在刚性需求，管理层也在执行正确的 Strategy-以**整体解决方案提供商的战略定位在北方帮人解决缺水问题、在南方帮人解决提标问题**；而碧水源上市以来的发展历程也验证了其管理层卓越的执行力。
- 根据我们更新的盈利预测，13-15 年 EPS 分别为 1.590 元、2.152 元和 2.814 元，同比增速分别为 58.17%、35.18%和 30.60%，目前股价对应估值分别为 35×13PE、26×14PE 和 20×15PE；基于公司正确的战略定位、复制性强的商业模式以及卓越的执行力，在目前这个时点，我们继续看好公司成为中国水问题的综合解决方案提供者，维持买入评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-11-02	买入	38.57	N/A
2	2012-11-08	买入	36.50	N/A
3	2012-11-26	买入	32.56	N/A
4	2012-12-25	买入	37.74	N/A
5	2012-12-27	买入	39.13	N/A
6	2013-02-28	买入	48.37	N/A
7	2013-03-12	买入	47.36	N/A
8	2013-03-25	买入	52.62	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net