

## 碧水源 (300070.SZ) 环保设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

联系人  
 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

### 与北排集团合作，分享地区成长空间

#### 事件: 碧水源 1 亿元增资北京京建水务获 20.82% 股权

- 2013 年 6 月 25 日，碧水源与北京城市排水集团、北京京建水务公司签订《北京京建水务投资有限责任公司增资扩股协议》，根据协议约定，碧水源与北排集团共同对京建水务增资，增资完成后京建水务注册资本由 3600 万元增加至 9598 万元。
- ◆ 本次增资中，北京城市排水集团增加出资 4000 万元（全部计入注册资本），以其享有的北京京建未分配利润转增资本 4000 万元；碧水源新增出资为现金 1 亿元，其中 1998 万元计入注册资本，8002 万元计入资本公积。
- ◆ 本次增资后，北京城市排水集团持有合资公司 79.18% 的股权，碧水源持有合资公司 20.82% 的股权，增资完成后京建水务名称变更为北京北排水务投资有限公司。
- ◆ 合资公司的业务领域覆盖水资源综合利用整体技术解决方案的设计和 implementation，采用给排水一体化的发展战略，以北京市及郊区县为核心，巩固和发展连云港区域市场，逐步推广至周边地区；近 3 年的发展目标是实现净利润分别为 4000 万、6000 万和 9000 万。

#### 我们的点评与分析

##### 背靠北排集团，共同分享北京地区水务投资巨大市场空间

- 继去年 12 月公司与北京城市排水集团签订合资意向协议之后，本次签订《增资协议》宣告了公司与北排集团战略合作关系的正式确立，我们认为，本次合作将有助于碧水源凭借北排集团在北京及周边地区的市场影响力，继续巩固北京水务市场的优势地位，分享北京地区未来几年水务投资的巨大市场空间。
- ◆ **合作方实力强大：**北排集团作为北京国资委全资控股的排水行业领先企业，现拥有年处理污水能力 9.74 亿方、再生水回用能力 5.6 亿方、污泥处置能力 100 万吨、排水和再生水服务能力和贡献率占北京中心城区的 95%、全市的 80%；并且规划力争到 2015 年，污水处理和再生水供应总能力达到 760 万方/日，污泥无害化处置率达到 100%。
- ◆ **水务投资空间广：**北京市政府已明确北排集团作为北京市中心城区排水和再生水设施建设运营主体，我们认为，公司与北排集团的战略合作关系将有助于公司在北排集团内部推广领先膜技术，在提升膜技术市场份额的同时，支撑公司未来业绩的高增长。
  - 1) 未来 3 年，北京市将新建再生水厂 46 座，升级改造污水处理厂 20 座，新增污水处理能力 230 万吨/日。其中，中心城新建 10 座，升级改造 5 座；新城新建 15 座，升级改造 12 座；乡镇新建 21 座，改扩建 3 座。
  - 2) 根据相关规划，北排集团将承担新建总规模 115 万方/日的再生水设施，完成集团运营的 8 座污水处理厂升级改造，新建 1800 吨/日规模污泥无害化处置设施，以及 84 座雨水泵站升级改造，355 公里排水管网、110 公里再生水管线建设和改造等任务。

继续看好公司成为中国水问题的综合解决方案提供者

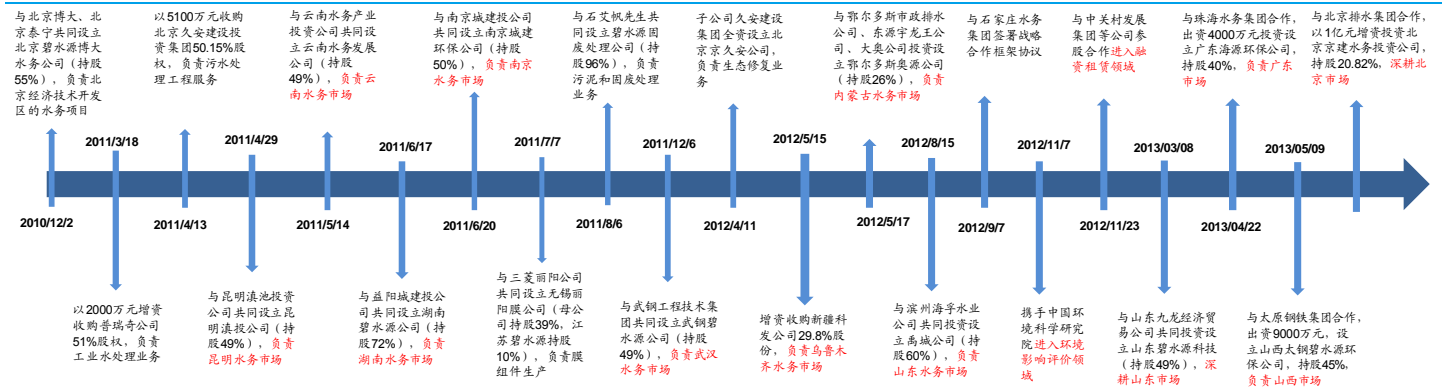
■ 通过我们对于膜法水处理行业前景以及公司商业模式的理解，我们认为行业和公司的景气度仍处于持续向上的趋势中，未来成长空间仍十分广阔，**从行业趋势和公司发展来看，我们认为公司在 12 年高成长兑现后，13 年仍将保持较高的成长性。**

◆ **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。

图1：公司采用的“碧水源”模式持续得到验证



来源：公司公告。国金证券研究所

投资项目增厚业绩，更新盈利预测

■ 根据公告中的盈利预测测算，新公司成立 1-3 年净利润分别为 4000 万元、6000 万元和 9000 万元，分别给碧水源贡献投资收益 832.8 万元、1249.2 万元和 1873.8 万元，折合 EPS 增厚 0.009 元、0.014 元和 0.021 元。

图2：合资公司盈利预测

类别	业务	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
经营收入 (万元)	工程建设	16000	24000	45000	50000	60000
	运营及服务	14000	20000	30000	35000	40000
	设备生产和其他	2000	4000	6000	7000	8000
	合计	32000	48000	81000	92000	108000
净利润 (万元)	工程建设	2400	3600	5400	6000	7200
	运营及服务	1400	2000	3000	3500	4000
	设备生产和其他	200	400	600	700	800
	合计	4000	6000	9000	10200	12000

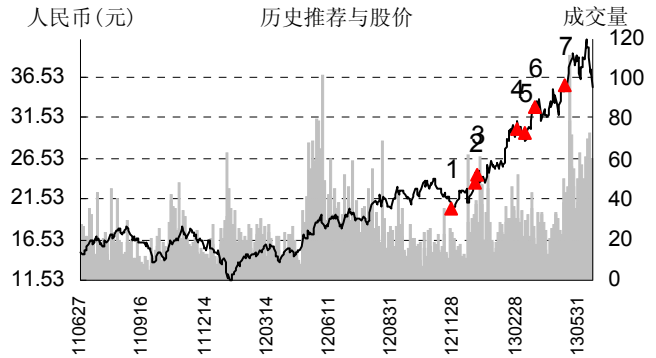
来源：公司公告，国金证券研究所

■ 假设合资公司明年开始贡献投资收益，我们更新对于公司的盈利预测，预测公司 2013-2015 年转增股本摊薄后 EPS 分别为 1.004 元、1.367 元和 1.787 元，同比增速分别为 58.17%、36.08%和 30.77%，目前股价对应估值分别为 36×13PE、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，我们仍然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。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-11-26	买入	20.34	N/A
2	2012-12-25	买入	23.59	N/A
3	2012-12-27	买入	24.45	N/A
4	2013-02-28	买入	30.22	N/A
5	2013-03-12	买入	29.59	N/A
6	2013-03-25	买入	32.88	N/A
7	2013-05-10	买入	35.60	N/A
8	2013-05-12	买入	35.60	N/A

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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.jztzw.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](http://www.jztzw.net)