

公用行业

碧水源(300070)

推荐(维持)

工业污水处理领域的新起点

曾凡

S1060210080002
0755-22625952
zengfan323@pingan.com.cn

事项：碧水源设立新合资公司。碧水源(300070)发布公告称：2010年11月30日，公司与北京博大水务有限公司及北京泰宁科创雨水利用技术股份有限公司签订《合资协议书》。根据协议书，设立北京碧水源博大水务科技有限公司；其中公司以货币出资2750万元(自有资金)，占新公司55%的股权。

平安观点：子公司有望提升公司每股收益 0.03 元以上

- **新子公司有望明年贡献利润。**项目公司成立后，主要承接北京经济技术开发区的水处理与污水处理项目，并对园区污水处理设施进行升级改造。此外，新公司可能通过 BOT 等方式开展项目运营业务。据我们了解，工程有望在明年开始。
- **若新公司以再生水厂 BOT 业务为主，则可望提升公司每股收益 0.03 元。**假设碧水源博大完全投入工业再生水厂 BOT，那么按工业再生水厂运营平均 15%的 ROE 计算，成熟后有望每年提升公司净利润 400 万元左右，折合每股收益 0.03 元。
- **假定新公司完全从事工程承包及升级改造业务，可提升公司每股收益 0.07 元。**根据公司历史运营数据，公司的工程承包 ROE 在 40%左右。在新公司完全从事工程承包及升级改造业务的乐观假定下，新子公司每年可提升碧水源净利 0.07 元，并逐年提升。
- **公司仍有 15 亿元超募资金有待利用。**扣除公司募投项目、补充流动资金项目及目前已确定的运营项目所需资金后，公司尚有 15 亿元超募资金有待利用。即使这部分资金全部用于市政污水处理厂运营，按成熟期 10%的 ROE 计算，也有望给公司提供年均 1.5 亿元的利润，折合每股收益 1.02 元。
- **维持公司“推荐”评级。**预计 2010—2011 年 EPS 分别为 1.18 元，2.77 元，小幅调升 2012 年公司每股收益 0.04 元至 3.80 元，目前价格较为合理，维持“推荐”评级。

一、新公司搞再生水厂 BOT，年提升每股收益 0.03 元

有利条件：

碧水源采用自己生产的膜及模组器，且自行进行工程建安。根据往年 33%左右的净利率，假定其初始投资成本是其他项目的 2/3。

不利条件：

北京的再生水价较低，目前仍为 1.00 元/吨。

图表1 新公司BOT项目的部分假设

项目	数值	项目	数值
项目基本假设			
开始建设时间	2011.1.1	项目运行时间	2012.1.1
项目管理时间（年）	30	项目总投资（万元）	15000
一般吨/日投资额（元）	5400	公司吨/日投资额（元）	3600
日处理能力（万吨）	4.2	日出中水量（万吨）	3.2
收入、成本假设			
污水处理费（元/吨）	1.92	中水回用价格（元/吨）	1.0
电价（元/度）	0.55	用电量（度/吨）	0.95
平均薪酬（万元/年）	3.00	运营员工数量（人）	40
污泥处理费（元/吨）	0.03	设备维护费（万元）	3.5
药剂费（元/吨）	0.39	无形资产摊销期（年）	29
今年结算水量（万吨）	2.8	膜更换费用（万元/年）	100
费用率假设			
管理人员数量（人）	12	平均薪酬（万元/年）	4.50
其他费用（万元/年）	128.1	2010年计息债（万元）	10000
贷款利率	5.94%		
所得税假设			
特殊所得税政策	无		
永续假设			
污水年增长率（%）		2012年达产 2/3；2013年完全达产。	

注：项目数据来自于北方某工业开发区再生水厂，进水以煤化工污水为主。

资料来源：平安证券研究所

预计新公司稳定运行的头几年 ROE 15%；扣去少数股东权益后，公司可增厚净利在 400 万左右，每年增厚每股收益 0.03 元。

图表2 新公司利润表预计 (单位: 万元)

	2012E	2013E	2014E
营业收入	2728.7	4093.1	4093.1
减: 营业成本	1462.8	2327.8	2327.8
管理费用	182.1	182.1	182.1
财务费用	594.0	570.2	546.5
加: 营业外收入	0.0	0.0	0.0
所得税费用	122.4	253.2	259.2
净利润	367.3	759.7	777.5
增厚碧水源净利润	0.02	0.03	0.03

资料来源: 平安证券研究所

二、新公司以工程承包为主, 每股收益有望提升 0.07 元

在新公司完全进行工程建设及改造承包的乐观假设下, 子公司 2012 年有望增厚每股收益 0.07 元 (权益法核算, 可体现于碧水源当年利润表); 假定子公司不分红, 子公司贡献利润将以年均 40% 的速度增长。

图表3 子公司历史各年工程ROE接近 40%

	2007A	2008A	2009A
ROE (%)	43.8	39.3	39.7

注: 2010年募投资金大幅降低公司当年 ROE, 故不在列。

资料来源: 平安证券研究所、Wind

图表4 不分红假设下新公司利润表预计 (单位: 万元)

	2012E	2013E	2014E
子公司营业收入	6000	8400	11760
子公司净利润	2000	2800	3920
增厚碧水源 EPS	0.07	0.10	0.14

资料来源: 平安证券研究所

根据我们的计算, 园区项目改造/建设的市场总量在 2.8 亿元左右。这个市场预计在 2014 年耗竭。如果没有新的项目补充, 子公司可能会转向运营, 并为碧水源稳定贡献年均 0.06—0.07 元的每股收益。

图表5 工业园区改造/建设市场总量在 2.8亿元

项目	金额
08年工业用水总量：排放水总量	4:1
假定工业园区生产中水量：排放量	2:1
假定工业园区日产生污水量	20万吨
再生水产能改造/建设需求量	13万吨/日
再生水产能改造/建设（吨/日）投资	2000元
再生水产能改造/建设市场容量	2.6亿元
排放水产能改造/建设需求量	7万吨/日
排放水产能改造/建设（吨/日）投资	300元
排放水产能改造/建设市场容量	2100万元
园区项目改造/建设市场总量	2.8亿元

*考虑部分改造项目的投资较少，且公司自行运营的再生水项目部分为 4.2万吨/日，占比较大，其投资按成本价 3600元/吨/日计算，故假定再生水单位投资为 2000元/吨。

资料来源：国家统计局，平安证券研究所整理

图表6 子公司转运营后对碧水源的每股收益贡献

项目	金额
2014年往后公司净资产	1 亿元
运营ROE	15%
运营产生净利润	1500万元
年增厚碧水源每股收益	0.06元

资料来源：平安证券研究所整理

三、公司仍有 15 亿元尚未投资

公司目前仍有 15 亿元左右尚未确定投资方向。我们将密切关注超募资金的动态。维持 2010—2011 年公司 EPS 1.18 元和 2.77 元的预计，调升公司 2012 年业绩 0.04 元至 3.80 元，目前价格较为合理，维持“推荐”评级。

图表7 公司仍有 15亿元尚未指定用途

项目	金额
公司募集资金	24.37亿元
减：募投项目投资	5.66亿元
南京水务科技投资	1.3亿元
北京碧水源环境投资	0.6亿元
碧水源博大投资	2750万元
流动资金补充	1.6亿元
公司剩余募集资金	14.9亿元

资料来源：平安证券研究所整理

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257