

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

募投项目变更，新项目为公司业绩增砖添瓦

事件描述

今日公司公布变更部分募投项目以及成立全资子公司公告，主要内容如下：

- 将原募集资金投资项目“膜组器扩大生产及其研发、技术服务与运营支持中心”项目，变换为购买北京市门头沟再生水厂同样设备 25 年的使用经营权；
- 成立北京碧水源环境科技有限公司，将寻求以 5600 万的价格收购北京市门头沟区再生水厂。

事件评论

第一，变更募投项目，收购项目价格合理

- 北京市门头沟区再生水厂设备情况：

2009 年由政府投资 1.1 亿元用 MBR 技术新建成的年处理量 4 万吨/天的再生水厂，占地 2.39 公顷，其中基建 3842.7 万元，设备 5590.3 万元，考虑该项目是从 2008 年 12 月 29 日开工建设，2009 年进入建设周期，因此设备成新度都很高，整个设备作价 5400 万元，实际上收购价格合理，同时该项目满足了研发中心与运营技术与支持中心建设有污水处理设施与场地需求，节约了公司前期购地和土建的成本，大大节约了公司的投入成本。

第二，寻找合适标的，从纯工程承包商转型为工程承包运营一体化

碧水源之前是一个纯粹的工程承包公司，公司在北京、无锡和滇池地区承接污水处理或改造项目，但不曾承接运营项目，公司此次通过购买北京市门头沟再生水厂的污水处理设备 25 年的使用经营权，此项目开公司在污水处理运营之先河，在为公司开展大规模 MBR 工业技术研发与运营技术研究、运营培训等提供了优良的软件条件的同时，又为公司带来一笔可观的运营收入，为公司未来稳定收入提供保证。

第三，每年获取 1400 万元运营收入，将增厚公司业绩 0.081 元

此项目可以为公司每年带来 1400 万元以上的收入补贴，大大节省了公司的研发与运营支持中心成本，为公司创造了更多利益，按照 1400 万元收入技术，将增厚公司业绩 0.081 元，虽然目前对公司业绩贡献相对不明显，公司可通过此项目积累运营方面的经验，同时节约了募投资金长期找不到合适项目的时间成本，为公司未来往多方面发展提供机会。

第四，盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 1.21 元、2.18 元和 2.86 元，对应 PE 分别为 89.01、49.49 和 37.75 倍，考虑目前公司目前股价已经能够反映公司的投资价值，仍然维持公司“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	314	506	851	1100	货币资金	265	2277	2248	2448
营业成本	163	282	452	567	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	151	224	399	533	应收账款	46	74	125	161
% 营业收入	48.1%	44.3%	46.9%	48.5%	存货	49	84	135	169
营业税金及附加	5	8	13	17	预付账款	28	49	79	98
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	6	10	17	22	流动资产合计	401	2505	2621	2922
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	16	26	43	56	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-1	-29	-51	-53	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.2%	-5.7%	-6.0%	-4.8%	固定资产合计	60	436	765	944
资产减值损失	0	2	3	2	无形资产	43	41	39	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	124	207	372	488	其他非流动资产	3	3	3	3
% 营业收入	39.7%	40.9%	43.8%	44.4%	资产总计	507	2986	3429	3906
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	124	207	372	488	应付款项	71	122	196	246
% 营业收入	39.7%	40.9%	43.8%	44.4%	预收账款	66	106	178	230
所得税费用	17	28	50	66	应付职工薪酬	0	0	0	1
净利润	108	179	322	422	应交税费	11	18	32	41
归属于母公司所有者					其他流动负债	9	16	25	32
的净利润	107.2	178.2	320.5	420.3	流动负债合计	156	262	432	550
少数股东损益	0	1	1	2	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.97	1.21	2.18	2.86	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	13	13	13	13
经营活动现金流净额	135	195	377	521	负债合计	169	275	445	563
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	321	2693	2965	3322
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	17	18	19	21
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	338	2711	2984	3344
固定资产投资	-52	-405	-409	-311	负债及股东权益	507	2986	3429	3906
其他	13	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-39	-405	-409	-311		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.974	1.212	2.181	2.859
股权融资	2	2220	0	0	BVPS	2.92	24.48	20.17	22.60
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	110.74	89.01	49.49	37.75
筹资成本	6	2	3	-10	PEG	1.92	1.54	0.86	0.65
其他	-10	0	0	0	PB	36.95	4.41	5.35	4.77
筹资活动现金流净额	-3	2222	3	-10	EV/EBITDA	121.71	64.95	33.79	23.55
现金净流量	93	2012	-29	200	ROE	33.4%	6.6%	10.8%	12.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。