

碧水源 (300070.SZ) 其它专用设备行业
评级：买入 维持评级
公司点评
赵乾明

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

正式圈定云南市场，保障未来膜品销售

事件：公告拟与云南省水务产业投资有限公司成立合资公司“云南水务产业发展有限责任公司”

- 5月14日，碧水源公告：公司拟与云南省水务产业投资有限公司签订《合资协议书》，根据协议书，设立云南水务产业发展有限责任公司。
- ◆ 其中碧水源以超募资金出资 60,000 万元，占新公司 49%的股权；云南水务产业投资有限公司以其旗下所有优质水务资产为出资内容，净资产值为：62730.11 万元人民币，评估值金额为：69144.22 万元人民币（评估基准日为 2010 年 12 月 31 日），占新设公司 51%的股权。
- ◆ 新公司的经营范围主要以包括膜及相关产品和技术应用为核心，负责**城市供水、污水处理、中水回用以及水务固废废弃物处理等环境治理项目的投资、建设、运营业务，以及市政基础设施的投资与建设。**

我们的点评和分析

确定圈定云南省市场

- 云南省水务产业投资有限公司是由云南省城市建设投资有限公司出资、设立的以城市水务基础设施建设、投资、运营为主业的国有大型现代投（融）资企业；为省级城市污水生活垃圾处理设施建设和运营管理的投（融）资主体，负责承接中央和云南省级财政专项用于污水与生活垃圾处理设施建设补助资金，承担着云南省城镇污水处理设施的投资建设和运营管理任务。
- ◆ 主要经营范围为：污水处理、垃圾无害化处理和废物综合开发、利用；原水和自来水的生产和销售；水资源开发、管理和水源地环境生态建设，供水排水工程、垃圾处理和废物综合开发工程的相关咨询、设计、建设、投资和经营管理，水质监测等。
- ◆ 截至 2010 年 12 月 31 日，云南水投已与云南省 11 个市州签订水务合作框架协议，新建 35 个地县水务项目，收购、投资与控股了多个大型水务运营公司；共拥有 35 个水务项目，总设计处理规模 44.45 万吨/日。
- 按照双方约定，合资公司成立后，云南水投将作为出资股东，保留承接中央和省级财政专项用于污水生活垃圾处理设施建设补助资金、其他政府投融资平台及承接项目的平台项目管理等政府职能，其市场运营部分业务将全部由合资公司承担，云南城投与云南水务投资将不得从事与合资公司相竞争的业务，并将所有水务业务相关优质资产并入合资公司统一运作；这意味着未来云南省内水务投资、建设和运营业务将全部由新公司负责，而**碧水源也将凭借持股 49%的股东身份直接圈定了云南省水务市场。**

对保障公司膜产品销售的作用不容小觑

- 云南省为我国著名的旅游大省，而其九大高原湖泊及相关水域均出现了不同程度的水质污染，水环境保护已成为云南省在发展经济时的另一重大工作要点；而碧水源在昆明成功的参与了滇池治理，为其 MBR 技术对高原湖泊生态治理提供了很好的示范。
- 碧水源已明确表示：针对九大高原湖泊地区及旅游景区等作为国家及云南省重点治理区域，对出水水质的要求高，适合公司核心膜产品与技术的应用，从而在云南省建立 MBR 技术应用的示范基础，同时开展膜技术在自来水行业的大规模应用；届时，合资公司将以云南省为基地，向西南及东南亚地区辐射推广本公司的核心膜技术与产品。
- 据此判断：**未来合资公司高原水处理项目技术路线将以 MBR 为主，而碧水源作为第二大股东，其产品销售在同等条件下必占有优势。**

云南水务发展潜力大，未来投资收益增效可观

- 云南水务产业发展有限责任公司发展目标设定为：在未来三年内努力实现供排水总处理规模不低于 300 万吨/日，并争取三年内能达到资本市场的上市条件；并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 7177.50 万元、16057.50 万元和 24937.50 万元，分别给碧水源贡献投资收益 3516.98 万元、7868.18 万元和 12219.38 万元，折合 EPS 增厚 0.24 元、0.54 元和 0.83 元。
- 盈利预测假设：
 - ◆ 工程建设类项目以 1500 元/吨估算工程建设收入；项目第一年至第三年运营以目前云南省平均 0.8 元/吨污水处理的价格估算运营收入，按照特许经营协议条款约定，每 3 年吨水处理价格增长 10%。
 - ◆ 项目工程利润按照总投资额的 15% 进行估算；项目前 3 年运营利润按照云南水投提供的运营项目总处理水量进行估算，运营净利润按吨水净利润 0.15 元/吨进行估算，由于吨水处理价格的增长，达到水价增长条件的吨水净利润按 0.2 元/吨进行估算。

图表1：合资公司盈利预测

		第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年
经营规模 (万吨)	工程建设	10	20	50	50	50	50
	项目运营	90	170	250	300	350	400
	合计	100	190	300	350	400	450
经营收入 (万元)	工程建设	15000.00	45000.00	75000.00	75000.00	75000.00	75000.00
	项目运营	26280.00	49640.00	73000.00	90228.00	107164.00	124100.00
	合计	41280.00	94640.00	148000.00	165228.00	182164.00	199100.00
净利润 (万元)	工程建设	2250.00	6750.00	11250.00	11250.00	11250.00	11250.00
	项目运营	4927.50	9307.50	13687.50	18067.50	22265.00	26462.50
	合计	7177.50	16057.50	24937.50	29317.50	33515.00	37712.50

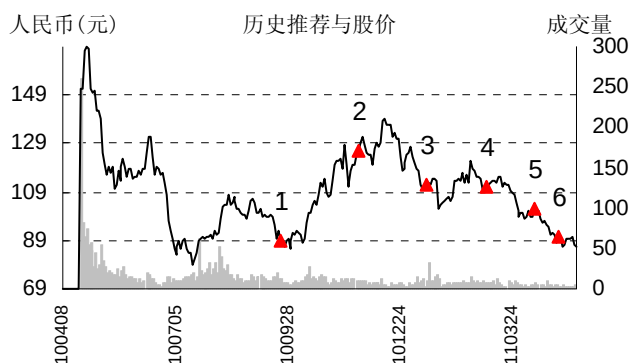
来源：公司公告 国金证券研究所

- 基于谨慎预期，假设合资公司从 2012 年起贡献利润，我们根据公告的盈利预测修改了财务模型，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.786 元、3.944 元和 5.266 元，同比分别增长 131.42%、41.57%和 33.52%；目前股价对应 31x11PE、22x12PE，这一估值水平，我们认为安全边际高、向上空间大，建议积极买入。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-17	买入	89.00	N/A
2	2010-11-25	买入	125.50	N/A
3	2011-01-16	买入	112.00	N/A
4	2011-03-07	买入	111.15	N/A
5	2011-04-13	买入	102.00	N/A
6	2011-04-29	买入	90.28	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室