

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

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

建立湖南公司——公司打开湖南水务市场第一步

事件描述

碧水源（300070）公布了关于和益阳市城市建设投资开发有限公司成立合资公司的可行性研究报告，其主要内容为：

- 成立湖南碧水源科技有限公司，注册资本金为 8000 万元人民币。其中碧水源出资 5760 万元，益阳城投出资 2240 万元；
- 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，负责建设膜内衬生产基地，开展城市供水、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、运营及技术服务业务，以及拓展其他环保及生态产业的相关业务。现金资本主要用于新建项目的投资、建设、运营及部分水务资产的收购业务。同时，以新公司为实施平台，建设年产 100 万平米的膜支撑管基地。
- 经过合资双方的通力合作，通过发展、整合等方式使新公司在未来五年内努力实现供排水总处理规模不低于 50 万吨/日的业务发展目标。

事件评论

第一，我们认为，此次合作说明公司打开湖南水务市场，具有重要意义

湖南省素有“重金属之乡”之称，随着近几年来含重金属的污水排量增加，使得重金属污染事件发生频率和危害程度加深，2011 年 3 月国务院正式批复《湘江流域重金属污染治理实施方案》，总方案要求治理，铅、汞、镉、铬、砷等重金属排放总量在 2008 年基础上削减 70% 左右。方案规划项目 927 个，总投资 595 亿元，规划期限 2011—2015 年，公司在此时获得与湖南地区的公司合作机会，为公司在湖南分取湘江流域治理市场份额打了良好的基础。碧水源和益阳城投的合资合作，将基于益阳城投在当地水务行业的区域优势、政府支持优势、融资优势与碧水源拥有的技术与管理优势，充分结合双方在水务领域的资源、影响力与发展战略，并整合为一体，实现强强联合，以益阳为基础，向长株潭地区迅速拓展，使新公司成为湖南省在节能减排、水环境保护的骨干力量和市场领跑者。

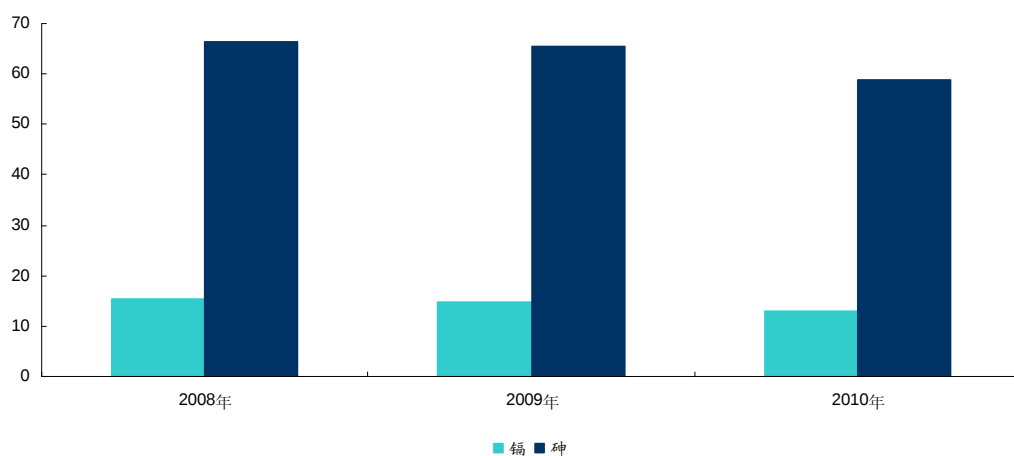
表 1：近年来发生的严重的重金属污染事件

序号	时间	事故情况
1	2009 年 4 月	湘江重金属污染威胁 4000 万人饮用水安全。
2	2009 年 7 月	山东省南涑河出现突发性砷化物超标现象。
3	2009 年 8 月	湖南武冈市企业污染造成千余儿童血铅超标。
4	2009 年 8 月	陕西凤翔县东岭冶炼公司致 800 多名儿童血铅含量超标。

5	2009 年 8 月	云南昆明东川区 200 多名儿童血铅超标。
6	2009 年 9 月	福建龙岩上杭县 100 多名少儿血铅含量超标。
7	2009 年 10 月	河南济源千名儿童血铅超标 32 家污染企业停产
8	2009 年 12 月	广东清远工业区多名儿童血铅超标。
9	2010 年 3 月	四川隆昌县渝箭镇部分村民血铅检测结果异常。
10	2010 年 3 月	湖南郴州超 300 人血铅中毒。

资料来源：长江证券研究所

图 1：2008-2010 年湖南省镉和砷的排放情况



资料来源：湖南环保公报，长江证券研究所

第二、潜在项目提升公司未来的业绩，预计增厚 2011-2015EPS 分别为 0.008、0.039、0.072、0.112 和 0.145 元/股

由于益阳城投在益阳地区有着很强的政府背景，因此合资公司在益阳及其周边获得潜在项目是大概率事件，若能获得潜在的订单，对于公司未来业绩将是很大的提升。

表 2：合资公司的潜在项目

项目	处理规模 (万吨)	出水标准	总投资 (万元)
龙岭工业园污水处理工程	4	一级 B	8000
益阳高新区南扩区污水处理工程	3.6	一级 B	10000
大通湖区污水处理工程	1	一级 B	3700
安化梅城污水处理工程	2	一级 B	6000

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：新公司未来 5 年经营计划表

项目分类	单位	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
工程服务	万吨	5	10	15	20	25
项目运营	万吨	0	5	20	35	50
产品销售	万 m2	0	70	70	100	100

资料来源：公司公告，长江证券研究所

第三、我们维持对公司“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2011—2013 年业绩分别为 1.1 元、1.47 元和 1.86 元。考虑目前公司股价已经能够反映公司的投资价值，目前的相对估值稍有偏高，因此我们仍然维持公司“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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	500	993	1262	1517	货币资金	2632	2754	2969	3296
营业成本	257	520	621	707	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	243	472	640	810	应收账款	111	220	280	337
% 营业收入	48.6%	47.6%	50.7%	53.4%	存货	41	84	100	113
营业税金及附加	8	15	20	24	预付账款	17	35	41	47
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	8	16	20	24
销售费用	7	14	17	21	流动资产合计	2813	3115	3418	3826
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	61	78	94	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	长期股权投资	31	31	31	31
财务费用	-16	-34	-36	-39	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-3.1%	-3.4%	-2.8%	-2.6%	固定资产合计	198	400	598	793
资产减值损失	5	0	0	0	无形资产	119	114	108	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	209	416	561	711	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	41.8%	41.9%	44.5%	46.9%	资产总计	3172	3668	4164	4761
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	209	416	561	711	应付款项	133	269	321	364
% 营业收入	41.8%	41.9%	44.5%	46.9%	预收账款	13	26	33	40
所得税费用	30	59	80	101	应付职工薪酬	2	5	6	6
净利润	179	357	481	610	应交税费	35	70	93	117
归属于母公司所有者					其他流动负债	6	12	15	17
的净利润	177.0	351.7	474.8	601.9	流动负债合计	190	382	468	545
少数股东损益	2	5	7	8	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.55	1.09	1.47	1.86	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	27	27	27	27
经营活动现金流净额	178	351	463	593	负债合计	217	410	495	572
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2935	3234	3638	4149
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	20	25	32	40
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2955	3259	3669	4189
固定资产投资	-187	-210	-213	-215	负债及股东权益	3172	3668	4164	4761
其他	-29	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-217	-210	-213	-215		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.547	1.088	1.468	1.861
股权融资	2451	0	0	0	BVPS	19.97	22.00	11.25	12.83
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	70.45	35.45	26.26	20.71
筹资成本	11	-19	-35	-51	PEG	1.40	0.70	0.52	0.41
其他	-25	0	0	0	PB	1.93	1.75	3.43	3.00
筹资活动现金流净额	2438	-19	-35	-51	EV/EBITDA	48.59	24.50	17.42	13.13
现金净流量	2399	122	215	326	ROE	6.0%	10.9%	13.1%	14.5%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。