

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

中标滇池 5 亿项目，市政关系进入收获期

事件描述

碧水源（300070）公布了中标公告，其主要内容为：

- 中标项目：昆明市第九、第十污水处理厂 BT 项目，按规划确定第九污水处理厂设计规模为 10 万 m³/d，第十污水处理厂设计规模为 15 万 m³/d，并按地埋式污水处理厂形式进行建设；
- BT 投资回报率：2.5%
- 中标额：根据招标文件确认的合同金额为 110000 万元，预计碧水源合同总额约为 4-5 亿元；
- 中标工期：根据招标文件建设周期为 270 日历天；
- 回购期：（工程建设完成经竣工验收合格并移交给招标人后的第一个日历天至支付完所有回购价款之日的期间）为 5 年，每年支付 20%，回购期利息以同期贷款基准利率按年结息并支付。

事件评论

第一，我们认为，公司前期在滇池的市政关系投入开始逐步进入收获期

公司从上市之初就开始将向北京之外的外埠地区在市政关系和资金上倾斜，随着无锡，云南，南京，湖南分公司的成立，公司整体的发展模式是与当地有政府背景的城投公司建立合资公司，利用城投公司在当地的政府背景和融资渠道，打开当地的水务市场，而各地的合资公司作为公司扩张各地业务的渠道。公司近两年不断扩充自己的市政关系，将自己作为一个市政关系主导型公司的地位发展到极致，目前市政关系培育一定时期，开始逐步进入了收获期。去年公司在滇池总共获得了 5-6 个项目，都集中于合同金额较小的项目，今年获得大单，说明开始步入良性发展期。

第二，工程系地埋式污水处理厂，造价上高于平均水平，因此毛利率要高于其他项目

地埋式城市污水处理净化系统可增强设备工作稳定性，提高设备处理能力，缩短处理周期，大量节约能源，降低运行费用。同时，地埋式建设使整个主体工程位于地下，不单独占用土地面积，地表全面绿化，环境美观。该项目主要的土建工作都是交给其他方负责，碧水源在工程中主要负责膜系统及设备系统，目前一般情况的 MBR 技术的污水处理厂平均造价为 1800 元/m²，由于是地埋式污水处理厂，对于设备和安装上都有很高的要求，该项目按照 5 亿 MBR 技术提供总价（包括设备提供和安装费），那么平均造价为 2000 元/m²，高于平均价格水平的造价说明公司提供的技术附加值越高，由于技术附加的毛利率提高，因此该项目的毛利率高于公司其他项目。

第三，按照回购期 5 年来看，每年可获得稳定的现金流和较高的投资收益

公司可以结算的合同金额为 11 亿元，回购期 5 年来算，每年可以收回投入的本金 2.2 亿元，按照 BT 投资回报率 2.5% 计算，那么公司除了在项目上获得高于其他项目的利润外，还可以获得每年的投资收益，相当于公司每年能够获得一个高于银行利率的收益。

表 1: 每年回购金额一览

项目		投资收益 (万元)	回购总金额 (万元)
初始回购款 (万元)	110000		
BT 投资回报率	2.50%		
假设贷款基准利率不变	6.31%		
第 1 年回购金额 (万元)	22000	9691	31691
第 2 年回购金额 (万元)	22000	7753	29753
第 3 年回购金额 (万元)	22000	5815	27815
第 4 年回购金额 (万元)	22000	3876	25876
第 5 年回购金额 (万元)	22000	1938	23938
期末回购款 (万元)			139073

资料来源:长江证券研究所

第四、盈利预测

我们预计公司 2011—2013 年业绩分别为 1.09 元、1.54 元和 1.97 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	1324	1614	货币资金	2632	2754	2988	3343
营业成本	257	520	653	756	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	243	472	671	859	应收账款	111	220	294	358
% 营业收入	48.6%	47.6%	50.7%	53.2%	存货	41	84	105	121
营业税金及附加	8	15	21	25	预付账款	17	35	44	50
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	8	16	21	26
销售费用	7	14	18	22	流动资产合计	2813	3115	3459	3908
% 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	82	100	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	-40	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-3.1%	-3.4%	-2.7%	-2.5%	固定资产合计	198	400	599	794
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	587	751	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	41.8%	41.9%	44.3%	46.5%	资产总计	3172	3668	4206	4845
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	209	416	587	751	应付款项	133	269	337	389
% 营业收入	41.8%	41.9%	44.3%	46.5%	预收账款	13	26	35	43
所得税费用	30	59	83	107	应付职工薪酬	2	5	6	7
净利润	179	357	504	645	应交税费	35	70	97	124
归属于母公司所有者的净利润	177.0	351.7	496.6	635.8	其他流动负债	6	12	16	18
少数股东损益	2	5	7	9	流动负债合计	190	382	491	581
EPS (元/股)	0.55	1.09	1.54	1.97	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	178	351	486	627	其他非流动负债	27	27	27	27
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	217	410	518	608
收回现金					归属于母公司	2935	3234	3656	4196
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	20	25	32	41
固定资产投资	-187	-210	-213	-216	股东权益	2955	3259	3688	4237
其他	-29	0	0	0	负债及股东权益	3172	3668	4206	4845
投资活动现金流净额	-217	-210	-213	-216	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	2451	0	0	0	EPS	0.547	1.088	1.535	1.966
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	19.97	22.00	11.30	12.98
筹资成本	11	-19	-39	-56	PE	71.75	36.10	25.57	19.97
其他	-25	0	0	0	PEG	1.35	0.68	0.48	0.38
筹资活动现金流净额	2438	-19	-39	-56	PB	1.97	1.78	3.47	3.03
现金净流量	2399	122	234	355	EV/EBITDA	49.72	25.08	17.01	12.67
					ROE	6.0%	10.9%	13.6%	15.2%

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。