

审慎推荐-A (维持)

碧水源 300070.SZ

目标估值: 47 元
当前股价: 38.55 元
2011 年 6 月 20 日

市场与投资并购双轮驱动, 扩张模式促壮大成长

基础数据

上证综指	2621
总股本(万股)	32340
已上市流通股(万股)	11903
总市值(亿元)	125
流通市值(亿元)	46
每股净资产(MRQ)	9.1
ROE(TTM)	6.1
资产负债率	4.5%
主要股东	文剑平
主要股东持股比例	11.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-38	-35
相对表现	2	-27	-41



相关报告

1、《碧水源(300070)-盈利能力小有提升, 十二五面临新发展机遇》
2011/2/28

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

事件:

6月21日, 公司发布公告, 拟使用超募资金 5760 万元投资设立湖南碧水源科技有限公司。公司已与益阳市城市建设投资开发有限公司签订《合作协议书》, 根据协议书, 将共同出资设立湖南碧水源科技有限公司。其中, 公司以货币出资 5760 万元, 占新公司 72% 的股权; 益阳市城市建设投资开发有限公司以货币出资 2240 万元, 占新公司 28% 的股权。

根据合作双方约定, 新公司将拟承担龙岭工业园污水处理工程(4 万吨/日)、益阳高新区南扩区污水处理工程(3.6 万吨/日)、大通湖区污水处理工程(1 万吨/日)、安化梅城污水处理工程项目(2 万吨/日)。

评论:

1、以益阳城投为基础, 进驻湖南环保大市场

公司此次的合作方益阳城市建设投资开发有限公司成立于 1996 年 3 月 26 日, 由益阳市财政局和益阳市建设局共同出资设立。益阳城投主要从事城市基础设施的建设, 包括城区改造和市政公用设施、综合交通网络建设、城市污水处理和城市生活垃圾综合处理等, 在益阳市区域行业内具有绝对的垄断优势, 也受到地方财政多方面的大力支持。公司与益阳城投合作设立湖南碧水源科技有限公司后, 益阳城投水务领域业务将全部由合资公司承担, 以此为基础, 碧水源公司顺利进驻湖南省环保产业的大市场。

2010 年, 湖南省 GDP 突破 1.5 万亿, 经济持续快速增长, 与此同时, 湖南省环保产业的发展也越来越受到重视。根据《湖南省环境保护产业发展规划》, 到 2015 年, 湖南省环保产业年产值将达到 1600 亿元以上, 年均增长率在 20% 以上。

- 到 2015 年, 湖南省将重点发展 6 个产业集聚度高、辐射作用强的环保产业园区; 形成 5 家年产值过 50 亿元的龙头企业, 15 家年产值过 10 亿元的骨干企业, 25 家年产值过亿元的企业; 培育 20 个以上年产值过亿元、30 个以上年产值过 5000 万元的拳头产品。
- 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》, 总投资 595 亿, 力求通过 5-10 年基本解决湘江流域重金属污染重大问题。
- 湖南省政府在“长株潭一体化”的水资源综合规划中提及了三市水资源开发、利用、保护及饮水安全, 未来该区域也将新建一批污水处理、中水回用和自来水工程。

未来, 湘江流域治理、长株潭一体化等湖南省环保产业发展的契机都可能为公司带来新的市场机遇。

2、工程、运营、膜产品销售三项业务带动新公司收入增长

新公司成立后，主要业务收入包括工程收入、项目运营收入及膜产品销售收入三项。其中，成立初期主要仍以工程收入为主，随着公司日渐成熟，运营收入将逐渐增加。此外，膜产品生产基地年产量为 100 万平米，第一年为项目建设期，第二年建成投产，产量为 70 万平米，第三年运营产量 70 万平米，第四年将达到满负荷运营。

从公司公告的经营计划和经济效益来看，项目未来 5 年平均经营收入 2.5 亿元，平均净利润 2430 万元，项目税后投资回收期为 4.1 年。短期内项目对公司业绩贡献有限，但长期来看，是公司扩张战略在湖南的具体实施，有利于长期成长。

表 1: 合资公司未来 5 年经济效益分析 (单位: 百万元)

序号	项目	第一年		第二年		第三年		第四年		第五年	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
1	工程	50	2.5	100	5	150	7.5	200	10	250	12.5
2	运营			18	2.7	73	11	128	19	183	27
3	膜产品			15	4.9	15	4.9	21	7	21	7
	合计	50	2.5	133	12.6	238	23.4	349	36	454	46.9

资料来源: 公司公告, 招商证券;

3、市场与投资并购双轮驱动, 公司开始进入快速扩张时代

2011 年开始, 公司对外投资的步伐明显加快, 一方面, 公司增资普瑞奇、控股久安投资, 拓展业务领域至工业污水、延伸业务链条至工程施工; 另一方面, 公司与云南水投、益阳城投积极合作, 打开异地市场。从近期两次使用超募资金来看, 公司投资并购的模式已开始在各地快速复制, 公司进入快速扩张时代。

表 2: 2011 年以来碧水源对外投资汇总

序号	对外投资具体事项	简评
1	公司拟以现金出资人民币 2000 万对普瑞奇环境工程(北京)有限公司进行增资, 本次增资完成后, 公司将持有普瑞奇 51% 的股权。	普瑞奇公司专注工业污水处理, 目标客户定位主要集中在中石油、中石化、中海油和中化集团, 以及煤化工、精细化工、制药及食品等行业的中大型企业, 公司对其增资, 将促进公司膜技术在工业领域的应用, 打开工业污水处理领域市场。
2	公司拟以自有资金出资 2940 万, 占新公司 49% 股权, 与昆明滇池投资有限责任公司共同设立昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司。	新公司成立后将拟主要承接昆明城区整体污水处理工作, 包括昆明市第九、第十污水处理厂的投资、建设工作; 启动安宁 30 万吨污水再生利用的前期筹备工作等。公司与滇投合作, 对于公司全面介入滇池水环境治理有重要意义。
3	公司拟以自有资金出资 5100 万, 受让北京久安公司现有股东各自所持股权的 50.15%, 成为久安公司控股股东。	公司拟以自有资金出资 5100 万, 受让北京久安公司现有股东各自所持股权的 50.15%, 成为久安公司控股股东。
4	公司拟使用超募资金 6 亿元与云南水务产业投资有限公司共同投资设立云南水务产业发展有限公司, 公司占 49% 股权。云南水投是省政府确定的省级城市生活污水处理设施建设和运营管理的投(融)资平台, 在云南省水务市场的影响力巨大。	云南水投目前拥有 35 个水务项目, 总设计处理规模 44.45 万吨/日, 未来新公司最终将达到总处理规模 300 万吨/日的发展目标。项目实施有助于公司快速进入云南水务市场, 推广膜产品和技术, 提升市场份额。

资料来源: 公司公告, 招商证券;

4、扩张模式促进公司成长壮大，雄厚资金奠定坚实基础

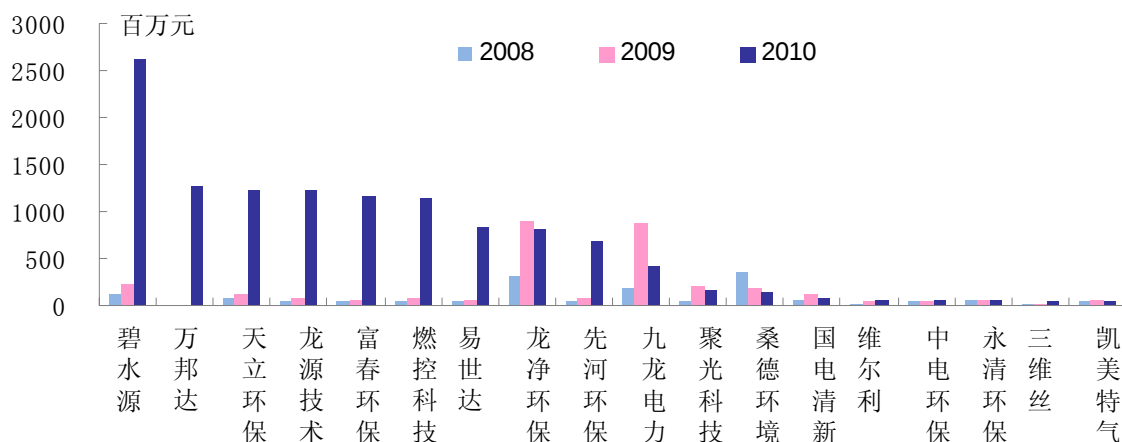
在环保产业 2011 年中期投资策略（环保产业研究第二卷）中，我们对国际环保巨头千亿规模的成长之路进行了分析，其中提到外延扩张、成功的投资并购在企业的成长壮大过程中起到了重要的作用。

公司目前积极扩张，多点布局，抢占市场的扩张模式与国际巨头的成长壮大历程有一定的相似之处。目前，与当地建设投资公司合作的方式的扩张方式已经在湖南益阳成功复制，未来，还可能在其他地域继续复制，占据各地资源，“品牌”和“资金”将是公司后续持续扩张的保障。

- **品牌：**公司承担建设了国内第一个大规模 MBR 工程“北京密云再生水工程”（4.5 万吨/日）和世界已建成运行的超大规模 MBR 工程“引温济潮奥运配套工程”（10 万吨/日）、“十堰市神定河污水处理厂改造项目”（11 万吨/日），已具备一定的品牌优势。
- **资金：**上市后，公司的资金实力大幅增强，使得企业可以先于国内其他竞争对手启动，开始投资并购的扩张战略。目前，在所有环保上市企业中，公司自由现金流最为充沛，还拥有超募资金约 9 亿元，暗藏潜能巨大。

若公司后续可通过自身精良的管理使合资公司充分实现经济效益，则公司的成长壮大之路将更加顺畅。

图1：环保上市公司自由现金流情况



资料来源：招商证券

5、看好公司积极扩张下的长期发展，维持“审慎推荐”评级

公司近期频频对外投资，延伸业务链，扩张区域范围，同时，近三年员工数量也急剧增加，彰显了公司做大做强的动力和雄心。其扩张模式与国际环保企业的成长类似，后续还有 9 亿超募资金，20 亿自由现金流为公司扩张奠定基础，成长壮大的潜力也较为充足，我们看好公司在积极扩张下的长期发展。预计 2011~2013 年每股收益分别为 1.18、1.69、2.42 元，给予 40 倍 PE，目标价 47 元，维持“审慎推荐”评级。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚，清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究董事，曾获《新财富》2008~2010 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。